UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

RONALDO ANDRADE DECCAX

Proposição de uma Nova API (Análise de Perfil do Investidor) para Verificação de "*Suitability*" por Exigência Regulatória e para Fins Comerciais

Rio de Janeiro

2020

RONALDO ANDRADE DECCAX

Proposição de uma Nova API (Análise de Perfil do Investidor) para Verificação de "*Suitability*" por Exigência Regulatória e para Fins Comerciais

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Carlos Heitor d'Ávila Pereira Campani

Rio de Janeiro

2020

D291p

Deccax, Ronaldo Andrade
Proposição de uma nova API (Análise de Perfil do Investidor) para verificação de "Suitability" por exigência regulatória e para fins comerciais / Ronaldo Andrade Deccax. -- Rio de Janeiro, 2020.
123 f.

Orientador: Carlos Heitor d'Ávila Pereira Campani.
Tese (doutorado) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2020.

1. Ciências Comportamentais. 2. Captação de Clientes. 3. Segmentação de Mercado. 4. Comportamento do Consumidor. I. Campani, Carlos Heitor d'Ávila Pereira , orient. II. Título.

Ronaldo Andrade Deccax

PROPOSIÇÃO DE UMA NOVA API (ANÁLISE DE PERFIL DO INVESTIDOR) PARA VERIFICAÇÃO DE "*SUITABILITY*" POR EXIGÊNCIA REGULATÓRIA E PARA FINS COMERCIAIS

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor em Administração.

Aprovada por:

(Presidente da Banca)

Prof. Carlos Heitor Campani, Ph.D - Orientador
(COPPEAD/UFRJ)

Profª Paula Castro Pires de Souza Chimenti, D.Sc.
(COPPEAD/UFRJ)

Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal, D.Sc.
(COPPEAD/UFRJ)

p/

Prof. Eduardo Henrique Diniz, D.Sc.
(FGV/SP)

Prof. Marcelo Cabus Klotize, Ph.D
(PUC-RIO)

Rio de Janeiro
2020

DEDICATÓRIA

Dedico esta Tese de Doutorado aos meus pais Ângela e Eduardo, à minha esposa Vaneska e aos meus filhos Vinícius e Júlia, que sempre me agraciaram com a coisa mais essencial, poderosa e sublime deste mundo: amor sincero e incondicional.

AGRADECIMENTOS

Há três conceitos essenciais para descrever a jornada que é um doutorado: superação, transformação pessoal (no meu caso, potencializada pela minha pesquisa em Julgamento e Tomada de Decisão) e gratidão.

A superação representa o sucesso que cada doutorando obtém ao enfrentar a miríade de desafios psicológicos (emocionais e vocacionais inclusive), técnicos, profissionais e financeiros impostos por um doutorado ao longo de quatro anos. Não foi diferente comigo, especialmente por ter abandonado 22 anos de carreira como executivo e ter dado uma guinada radical na vida aos 43 anos de idade com uma esposa e dois filhos para zelar sem poder fraquejar ou fracassar.

A transformação pessoal, decorrente em grande parte da superação de tantos desafios, no meu caso foi sempre norteada pelo inspirador e provocador conselho do filósofo Friedrich Nietzsche: “torna-te quem tu és”. O doutorado e o árduo desenvolvimento desta Tese reforçaram, no meu íntimo e de forma decisiva, a minha vocação acadêmica. Hoje eu sou um ser humano e um profissional muito mais feliz, completo, realizado e motivado. Ainda mais relevante do que ter mudado de carreira é eu "estar me tornando quem eu realmente sou".

Por último e não menos importante: a gratidão. Um doutorado é, na verdade, uma obra coletiva. Sem a decisiva colaboração de muitas pessoas, eu simplesmente não teria logrado êxito. Tenho como compromisso moral retribuir não somente a quem tanto me ajudou, mas também à sociedade como um todo que tem financiado com sacrifício os meus estudos desde o Ensino Médio em um país com níveis ultrajantes de miséria e de analfabetismo (funcional, sobretudo).

Sou imensamente grato ao meu orientador Carlos Heitor Campani, que sempre acreditou em mim e é uma referência profissional e acadêmica para mim.

E também à minha família, aos professores – sobretudo ao Leonardo Marques, ao Ricardo Leal, à Paula Chimenti, ao Eduardo Diniz, ao Marcelo Klötzle, ao Victor Almeida, ao Celso Lemme, ao Marcos Ávila, ao Vicente Ferreira, à Elaine Tavares, ao Luis Antonio Dib, ao Otavio Figueiredo e ao Peter Wanke – e funcionários do COPPEAD e de outras instituições, à CVM e aos meus colegas de doutorado por terem tornado realidade o meu sonho pessoal de me tornar Doutor.

RESUMO

DECCAX, Ronaldo Andrade. **Proposição de uma Nova API (Análise de Perfil do Investidor) para Verificação de "*Suitability*" por Exigência Regulatória e para Fins Comerciais**, 2020. 123f. Tese (Doutorado em Administração) - Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

Com origem na crise das hipotecas *subprime* que atingiu os EUA em 2007, a crise mundial de 2008 suscitou um movimento internacional e com reflexos no Brasil de ampliar e aprimorar a regulamentação e fiscalização nos mercados financeiros em geral. Isto inclui a verificação de "*suitability*", que consiste na verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor individual (pessoa física). Além do cumprimento da regulamentação vigente, a verificação de "*suitability*" para fins comerciais (captação e atendimento de clientes) também é relevante para as instituições financeiras. Para os órgãos reguladores o interesse maior é aprimorar a regulamentação e a fiscalização do mercado financeiro através de uma compreensão mais profunda sobre os perfis e comportamentos de diferentes segmentos de investidores, promovendo desta forma políticas públicas mais eficazes voltadas à proteção dos direitos dos investidores. E para os próprios investidores tal autoconhecimento é um balizador vital para a seleção de investimentos que proporcionem níveis de risco, retorno, liquidez e outras características em sintonia com os seus perfis e necessidades. Em 24/10/2017 o Presidente da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e o Diretor do COPPEAD/UFRJ assinaram um acordo de cooperação acadêmica e técnico-científica motivado pelo desenvolvimento desta pesquisa, evidenciando a relevância do tema para a CVM. Esta Tese de Doutorado apresenta os três artigos sequencialmente produzidos no âmbito desta parceria e que resultaram, ao final, na proposição de uma nova API (Análise de Perfil do Investidor) para verificação de "*suitability*" por exigência regulatória e para fins comerciais e que emprega variáveis psicográficas e demográficas numa abordagem híbrida cuja maior inovação é o uso da variável "racionalidade". Esta nova API poderá subsidiar uma futura revisão da Instrução CVM nº 539 e de outras normas nacionais e internacionais correlatas, além de contribuir para a evolução das

técnicas de segmentação de investidores para fins comerciais utilizadas pelos intermediários financeiros.

Palavras-chave: Ciências Comportamentais, “*Suitability*” de Investidores, Captação de Clientes, Segmentação de Mercado, Comportamento do Consumidor.

ABSTRACT

DECCAX, Ronaldo Andrade. **Proposição de uma Nova API (Análise de Perfil do Investidor) para Verificação de "*Suitability*" por Exigência Regulatória e para Fins Comerciais**, 2020. 123f. Tese (Doutorado em Administração) - Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

Originating in the subprime mortgage crisis that hit the USA in 2007, the global crisis in 2008 sparked an international movement with repercussions in Brazil to expand and improve regulation and supervision in financial markets in general. This includes the verification of "suitability", which consists of verifying the suitability of products, services and operations to the profile of the individual investor. In addition to complying with current regulations, the verification of "suitability" for commercial purposes (attracting and serving customers) is also relevant for financial institutions. For regulatory bodies, the greatest interest is to improve regulation and inspection of the financial market through a deeper understanding of the profiles and behaviors of different segments of investors, thus promoting more effective public policies aimed at protecting investor rights. And for investors themselves, this self-knowledge is a vital driver for selecting investments that provide levels of risk, return, liquidity and other characteristics in line with their profiles and needs. On 10/24/2017 the President of CVM (Brazil's Securities Exchange Commission) and the Dean of COPPEAD/UFRJ signed an academic and technical-scientific cooperation agreement motivated by the development of this research, highlighting the relevance of the theme for CVM. This Doctoral Thesis presents the three articles sequentially produced within the scope of this partnership and which resulted, in the end, in the proposal of a new customer's investment profile analysis to verify suitability due to regulatory requirements and for commercial purposes and that employs psychographic and demographic variables in a hybrid approach whose greatest innovation is the use of the "rationality" variable. This new profile analysis may support a future revision of CVM Instruction nº 539 and other related national and international standards, in addition to contributing to the evolution of investor segmentation techniques for commercial purposes used by financial intermediaries.

Keywords: Behavioral Sciences, Investor Suitability, Customer Acquisition, Market Segmentation, Consumer Behavior.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Origem do Capital Social dos Intermediários Respondentes (informada por 59 respondentes). 59
Figura 2 - Os Intermediários Respondentes Fazem Parte de um Conglomerado Financeiro? (informado por 59 respondentes). 60

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Perfil Demográfico dos Intermediários Respondentes. 60
Tabela 2 - Estudos de Segmentação em Diferentes Mercados de Serviços Financeiros. 78
Tabela 3 - Variáveis Demográficas e Psicográficas Empregadas por Diferentes Estudos em Segmentação de Clientes de Serviços Financeiros. 79
Tabela 4 - Estudos sobre Verificação de Suitability. 81
Tabela 5 - Perfil dos Intermediários Participantes. 85
Tabela 6 - Tópicos e Aspectos Principais da Verificação de “Suitability” por Exigência Regulatória. 97
Tabela 7 - Tópicos e Aspectos Principais da Verificação de “Suitability” para Fins Comerciais. 98

LISTA DE ABREVIATURAS

ACT	*American College Test*
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
API	Análise de Perfil do Investidor
BACEN	Banco Central do Brasil
BCG	Boston Consulting Group
BIS	*Bank for International Settlements*
CAPES	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CEST	*Cognitive-Experiential Self-Theory*
CRT	*Cognitive Reflection Test*
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ENS	Escola Nacional de Seguros
FINRA	*Financial Industry Regulatory Authority*
FMBS	*Financial Management Behaviour Scale*
FSB	*Financial Stability Board*
IOSCO	*International Organization of Securities Commissions*
MAS	*Money Attitude Scale*
NFC	*Need For Cognition*
REI	*Rational-Experiential Inventory*
SAT	*Scholastic Achievement Test*
SEC	*Securities and Exchange Commission*
WPT	*Wonderlic Personnel Test*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 16

1º ARTIGO – INVESTOR SEGMENTATION: HOW TO IMPROVE CURRENT TECHNIQUES BY INCORPORATING BEHAVIOURAL FINANCE CONCEPTS? ... 19

1.1 Introduction 21

1.2 Literature Review 23

1.2.1 Literature Selection Criteria 23
1.2.2 Types of Financial Services Segmentation 24
1.2.3 Behavioural Finance 31

1.3 Proposal for Improvement of Investor Segmentation 36

1.4 Conclusions 38

Appendix A 41

Appendix B 42

2º ARTIGO – VERIFICAÇÃO DE *SUITABILITY*: PRÁTICAS DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO BRASIL PARA CUMPRIMENTO DA REGULAMENTAÇÃO E PARA CAPTAÇÃO E ATENDIMENTO DE CLIENTES 44

2.1 Introdução 46

2.2 Literatura e Regulamentação 48

2.2.1 Literatura 48
2.2.2 Regulamentação 51

2.3 Metodologia 57

2.4 Resultados 59

2.4.1 Perfil da Amostra 59
2.4.2 Cumprimento da Instrução CVM nº 539 61
2.4.3 Práticas Relativas a Exigências Internacionais 63
2.4.4 Práticas para Fins de Captação e Atendimento de Clientes 64

2.5 Conclusões 65

Apêndice A 68

Apêndice B 70

Apêndice C 71

Apêndice D 73

3º ARTIGO – PRÁTICAS DE VERIFICAÇÃO DE *SUITABILITY* EM INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO BRASIL E PROPOSIÇÃO DE UMA NOVA API (ANÁLISE DE PERFIL DO INVESTIDOR) 74

3.1 Introdução 76

3.2 Literatura 77

3.2.1 Segmentação de Investidores 77
3.2.2 Verificação de "*Suitability*" 80

3.3 Metodologia 84

3.4 Resultados 86

3.4.1 Tópicos Relativos à Verificação de "*Suitability*" por Exigência Regulatória 86

3.4.1.1 – Procedimentos para cumprimento da Instrução CVM nº 539 86
3.4.1.2 – Atuação do intermediário financeiro em renda variável e em renda fixa 87
3.4.1.3 – Distribuição dos perfis dos investidores 87
3.4.1.4 – Validação dos dados fornecidos pelos investidores 88
3.4.1.5 – Dificuldades no cumprimento da Instrução CVM nº 539 89
3.4.1.6 – Oportunidades de melhoria na Instrução CVM nº 539 90

3.4.2 Tópicos Relativos à Verificação de "*Suitability*" para Fins Comerciais 91

3.4.2.1 – Procedimentos para segmentação de potenciais clientes 91
3.4.2.2 – Procedimentos para segmentação de clientes atuais 92
3.4.2.3 – Resultados da segmentação de clientes atuais 93
3.4.2.4 – Importância para o negócio da segmentação de clientes potenciais e atuais 93
3.4.2.5 – Oportunidades de melhoria na segmentação de clientes potenciais e atuais 94
3.4.2.6 – Comparação entre intermediário e seus concorrentes na segmentação de clientes potenciais e atuais 95
3.4.2.7 – Percepção sobre o mercado brasileiro quanto à segmentação de clientes potenciais e atuais 95

3.5 Práticas de Verificação de *Suitability* e Proposição de uma Nova API 96

3.6 Conclusões 101

Apêndice A 103

Apêndice B 105

CONSIDERAÇÕES FINAIS 113

REFERÊNCIAS 116

INTRODUÇÃO

A pesquisa que resultou nesta Tese de Doutorado foi norteada, desde as suas etapas mais incipientes, pela busca por relevância e originalidade. Para tanto foi essencial a aplicação, nos seus meios e nos seus fins, do conceito de "*engaged scholarship*" preconizado por Van de Ven (2007) e que se materializou no intenso envolvimento da CVM desde a concepção desta pesquisa e também durante todas as suas etapas. O objetivo maior foi produzir conhecimento relevante e inédito tanto para a Ciência quanto para os “praticantes” (neste caso, que atuam em órgãos reguladores, em intermediários financeiros e no mercado financeiro como investidores).

Os entendimentos com a CVM foram inicialmente estabelecidos com a Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores e, posteriormente, incluiu também a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários. Ambas foram amplamente receptivas a uma abordagem científica e à aplicação inovadora de conceitos de Finanças Comportamentais a um tema prioritário para a entidade autárquica em decorrência do seu objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil: a verificação de “*suitability*”, que consiste na verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor individual (pessoa física).

A Instrução nº 539 e outras normas correlatas tratam da verificação de “*suitability*” no Brasil e o seu aprimoramento motivou o acordo de cooperação acadêmica e técnico-científica assinado em 24/10/2017 pelo Presidente da CVM e pelo Diretor do COPPEAD/UFRJ. Este acordo definiu as diretrizes e as etapas desta pesquisa de doutorado e fundamentou a intensa cooperação que efetivamente se estabeleceu, incluindo: a realização periódica de reuniões e de eventos; a definição conjunta de objetivos, métodos e instrumentos de pesquisa; a operacionalização da coleta de dados empíricos primários na segunda e na terceira etapa da pesquisa; e a validação, revisão e aprimoramento pela CVM de cada um dos três artigos já produzidos.

A questão a ser respondida por esta pesquisa pode ser formulada sinteticamente da seguinte forma: ”quais são os elementos essenciais para a

construção de um novo modelo de segmentação de investidores individuais?”. Para respondê-la, foram planejadas e realizadas três etapas sequenciais que resultaram nos artigos – todos em coautoria com o meu orientador Carlos Heitor Campani – resumidamente descritos a seguir.

O primeiro artigo, publicado em 2019 no periódico internacional *International Journal of Economics and Business Research* e aqui nesta tese citado como “Deccax & Campani (2019a)”, consistiu em uma ampla revisão dos estudos publicados em periódicos conceituados nas últimas décadas sobre segmentação de clientes individuais de serviços financeiros e sobre fatores que influenciam a tomada de decisões financeiras. Como resultado, propôs um novo modelo teórico de segmentação de investidores individuais adotando uma abordagem híbrida que conjuga as variáveis demográficas e psicográficas que se mostraram mais relevantes em pesquisas anteriores. O novo modelo de segmentação proposto inovou ao incorporar variáveis psicográficas (“racionalidade”, “aversão a riscos”, “excesso de confiança” e “otimismo”) oriundas da Psicologia e da crescentemente reconhecida área de Finanças Comportamentais.

O segundo artigo, ainda não publicado em nenhum periódico, é aqui nesta tese citado como “Deccax & Campani (2019b)”. Com o objetivo de identificar e analisar as práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil de verificação de “*suitability*”, este estudo empreendeu uma *survey* que foi respondida por 60 dos 72 intermediários financeiros sujeitos à Instrução CVM nº 539. Além de corroborar o conflito de interesses entre investidores e instituições financeiras, revelou uma variedade de abrangências e de profundidades nas práticas de verificação de “*suitability*” no Brasil, comprometendo a eficácia da regulação vigente. Quanto às práticas em segmentação de investidores para fins de captação e atendimento de clientes, foi constatada uma grande diversidade no emprego tanto de variáveis demográficas quanto de variáveis psicográficas e um predomínio do seu uso limitado.

O terceiro artigo, ainda não submetido a nenhum periódico, através do estudo de casos múltiplos aprofundou a compreensão alcançada pelo artigo anterior. A escolha dos quatro intermediários financeiros estudados foi realizada em conjunto com a CVM e levou em conta os seguintes critérios: representatividade de cada

empresa em cada um dos segmentos relevantes do universo de intermediários financeiros sujeitos à Instrução CVM nº 539; resultados da *survey* realizada por Deccax & Campani (2019b); e histórico de cada empresa no cumprimento à Instrução CVM nº 539. Foi identificada uma ampla diversidade de práticas de verificação de "*suitability*", que a regulação atualmente vigente no país possui eficácia questionável, um leque de alternativas para aprimorar as normas atuais e um significativo potencial de aperfeiçoamento técnico e de incremento dos benefícios da verificação de "*suitability*".

1º ARTIGO – INVESTOR SEGMENTATION: HOW TO IMPROVE CURRENT TECHNIQUES BY INCORPORATING BEHAVIOURAL FINANCE CONCEPTS?

INVESTOR SEGMENTATION: HOW TO IMPROVE CURRENT TECHNIQUES BY INCORPORATING BEHAVIOURAL FINANCE CONCEPTS?

ABSTRACT

This article proposes an improved model of individual investor segmentation. The approach employed consisted of a broad review of studies published in renowned journals in recent decades on the segmentation of individual customers of financial services and on factors that influence financial decision making. The new segmentation model proposed adopts a hybrid approach which combines demographic and psychographic variables that previous research revealed to be the most important. After being tested and improved through future quantitative research, this new model may contribute to the improvement of financial institutions' customer acquisition methods and the services they provide, of investors' selection of investments and of the regulations that currently govern the financial sector – in particular, those which regulate prior suitability verification of investors. The new segmentation model proposed here innovates by incorporating psychographic variables ("rationality", "risk aversion", "overconfidence" and "optimism") from Psychology and the increasingly recognized Behavioural Finance area.

Keywords: Behavioural Sciences, Investor Suitability, Financial Markets, Market Segmentation, Consumer Behaviour.

1.1 Introduction

Individual investor segmentation is complex and of the utmost importance, especially for financial institutions, regulatory agencies and investors themselves. Its importance for financial institutions is due to their need to acquire new clients with the desired profile and provide current clients with better and more efficient services. In the case of regulatory agencies – such as Brazil's Securities Exchange Commission (CVM) and the Central Bank of Brazil (BACEN) – their overriding concern is to improve financial market regulation and supervision by obtaining a deeper understanding of different investor segment profiles and behaviours, thus fostering more effective public policies aimed at protecting investors' rights. Finally, for investors themselves such self-knowledge affords vital guidance for the selection of investments that provide levels of risk, return, liquidity and other characteristics in tune with their profiles and needs.

In the case of the CVM, the above-mentioned concern to improve existing regulations is directly related to CVM Instruction nº 539 of November 13th, 2013, which regulates the prior verification of financial product suitability according to client profiles. The complexity of the segmentation at issue derives from the broad array of criteria and tools that can be used and, especially, the ambitious aim of classifying and grouping individuals according to their expected future behaviour as investors.

Despite its great importance and complexity and status as the object of study of various areas – such as Finance (including Behavioural Finance), Psychology, General Administration (including Judgment and Decision Making), Economics and Marketing - , the articles on this specific theme published in respected journals are relatively scarce and exhibit highly disparate approaches. This reveals that the theme is probably still far from achieving maturity and, thus, harbours opportunities for significant contributions.

This study aims to contribute to this development through a wide-ranging bibliographical review and by proposing a conceptual model and suggestions for future research. To achieve this, it evaluates the most important studies of segmentation of individual clients of financial services developed to date and

incorporates valuable and consolidated Behavioural Finance concepts – psychographic characteristics which, as shown by previous studies, influence investor behaviour, – to suggest improvements in existing segmentation methods.

"Market segmentation involves viewing a heterogeneous market as a number of smaller homogeneous markets, in response to differing preferences, attributable to the desires of customers for more precise satisfactions of their varying wants." (Smith, 1956).

The concept of market segmentation was created by Smith in 1956 and became one of the most popular and widely used concepts in the marketing area. The resulting customer segments can be the target of standardized or customized strategies (Kotler, 1980). Its subsequent application in the financial services market was the object of various studies which employed distinct approaches, such as, for example: Stanley *et al*. (1985), Singh Minhas & Jacobs (1996), Meadows & Dibb (1998), Andronikidis & Dimitriadis (2003), Foscht *et al*. (2010) and Muhamad *et al*. (2012).

Foscht *et al*. (2010) point out that the "…growing number of approaches to market segmentation shows that it has become increasingly important for banks to adopt more sophisticated forms of segmentation to get closer to their customers in order to retain their customer base.".

With the aim of improving the effectiveness of segmentation techniques, in addition to also constituting growing trend, other studies proposed the adoption of hybrid approaches and in different financial services markets, such as:

- Banking and financial products: Harrison (1994), Alfansi & Sargeant (2000), Machauer & Morgner (2001) and Fünfgeld & Wang (2009);
- Investments: Keller & Siegrist (2006);
- Insurance: Ansell *et al*. (2007);
- Savings: Makgosa *et al*. (2016).

The overwhelming majority of the most recent studies – Keller & Siegrist

(2006), Fünfgeld & Wang (2009) and Makgosa *et al*. (2016), to cite just a few – combine psychographic and demographic characteristics in their hybrid approaches to financial services customer segmentation. This combination is becoming increasingly predominant in studies of the theme, which adopt a substantial variety of terminologies, classifications and criteria.

Studies of hybrid segmentation that focus on investors are rare, with the one developed by Keller & Siegrist (2006) constituting an exception. The present study attempts to fill this gap by considering the results of studies of segmentation of customers of other financial services and using applicable Behavioural Finance concepts.

1.2 Literature Review

1.2.1 Literature Selection Criteria

The main basis of this study was a broad bibliographical review that focused on respected journals, particularly from the Finance, Behavioural Finance and Judgment and Decision-Making areas. Various important studies in the Psychology, Marketing, Economics and General Administration areas were also analyzed.

Searches were performed for articles published up to December 2017, using as a research argument terms that are important (listed by research order in Appendix A) for this study's theme - in Portuguese in the case of Brazilian journals and in English in international journals. These searches were undertaken in respected Brazilian journals, but especially in international ones (listed in alphabetical order in Appendix B), selected according to their reputation and their H-index or Qualis Ranking (drawn up by CAPES, a Brazilian Research Agency) in the 2013-2016 quadrennial.

In addition, many one-off searches were undertaken in Google Scholar, particularly of subsequent citations of the most important articles found by the searches mentioned above. As a result of this and the citations found of previous articles that were of considerable importance for this study's theme, a selection was

made of articles from other reputable journals that are not listed in Appendix B.

1.2.2 Types of Financial Services Segmentation

To the best of our knowledge, there is no consensual taxonomy in the literature regarding financial services customer segmentation techniques. Despite the substantial diversity of terminologies, classifications and criteria adopted, it is possible to clearly identify two broad categories of segmentation criteria: demographic and psychographic.

The important role played by demographic and psychographic factors has been the object of a plethora of studies in various areas, and is of special interest and importance in the Economics field as a whole. One should highlight "*A theory of the consumption function*", the seminal and classic work by the renowned economist Milton Friedman (awarded the Nobel Memorial Prize in Economic Sciences in 1976). Friedman (1957) explores how variables such as "age", "education", "occupation", "skills" and "personality" are related to "wealth" and "consumption".

The first important studies of financial services customer segmentation employed single factors, whether demographic or psychographic, in their analyses. Stanley *et al*. (1985), for example, revealed, through a survey of bank account holders, that "age" is a determining factor in the use of specific banking products.

However, over time, it became clear that multiple factors had to be used in financial services customer segmentation to achieve more effective results. Harrison (1994) and Machauer & Morgner (2001) constitute examples of articles that criticize unrealistic simplification, questionable generalization of results and the limited practical importance of segmentation using single factors. Hybrid segmentation became a growing trend due to its promising results in the mitigation of the limitations inherent to segmentation according to single factors. It uses an integrative and multidimensional approach that is able to exploit the advantages provided by each factor by using them together.

Important studies of hybrid segmentation of financial services customers exhibit a considerable diversity of factor combinations. Makgosa *et al*. (2016) argue

that the different segmentation approaches have strong and weak points and that there is no ideal approach. However, two trends emerge quite clearly: the use in nearly all studies of demographic factors and the predominance of demographic and psychographic factor combinations.

(A) DEMOGRAPHIC SEGMENTATION

The demographic segmentation of financial services customers, applied singly or together with other types of segmentation, employs variables that measure characteristics of individuals that are important for their aims. Makgosa *et al*. (2016) point out that demographic variables – such as “gender”, “age”, “education”, occupation” and “marital status” – are observable and thus easier to obtain. Singh Minhas & Jacobs (1996) affirm that these variables influence consumer behaviour and can thus be used as proxies for the analysis of their direct needs.

Like practically any method, demographic segmentation also has its limitations. Within the ambit of financial services customer segmentation studies, one should highlight the limitations exhibited by two of them in particular:

- Singh Minhas & Jacobs (1996): citing three previous studies, affirm that demographic measures (except “education”, or in the case of specific products targeted to specific socio-demographic groups) are limited predictors of consumer behaviour;

- Machauer & Morgner (2001): argue that the use of demographic criteria constitutes a quest for their indirect relations with attitude patterns and that this is less effective than the development of a specific questionnaire that measures attitudes directly. These arguments were corroborated in their study using a survey followed by cluster analyses to generate banking service customer segments, in which they obtained superior results (in terms of homogeneity and profile) when using psychographic variables, compared to those obtained with demographic variables.

However, many important studies found that the use of demographic variables, in most cases in combination with other demographic variables or psychographic

variables, had a significant impact on financial services customer segmentation: Stanley *et al.* (1985), Harrison (1994), Alfansi & Sargeant (2000), Andronikidis & Dimitriadis (2003), Keller & Siegrist (2006), Ansell *et al*. (2007), Fünfgeld & Wang (2009), Foscht *et al*. (2010) and Makgosa *et al*. (2016).

These studies' results can be grouped according to the demographic variables employed in this type of segmentation:

- Marital Status: its importance was demonstrated by Ansell *et al*. (2007). However, according to the results obtained by Makgosa *et al*. (2016), its impact was qualified as "marginal";

- Ethnicity or Culture: its potential importance was revealed by Andronikidis & Dimitriadis (2003);

- Gender: its importance was demonstrated by Ansell *et al*. (2007), Fünfgeld & Wang (2009) and Foscht *et al*. (2010). By contrast, its impact, according to the results obtained by Makgosa *et al*. (2016), was insignificant, while Keller & Siegrist (2006) affirm that the "gender" variable is not appropriate for segmentation;

- Consumption Record: its importance was demonstrated by Harrison (1994), Keller & Siegrist (2006) and Ansell *et al*. (2007). The name given to this variable varies according to each study, with Harrison (1994) for example, referring to it as "financial maturity";

- Age: its importance was demonstrated by Stanley *et al.* (1985), Ansell *et al*. (2007), Fünfgeld & Wang (2009) and Foscht *et al*. (2010). By contrast, its impact, according to the results obtained by Makgosa *et al*. (2016), was insignificant;

- Income Level: its importance was demonstrated by Makgosa *et al*. (2016);

- Education: its importance was demonstrated by Fünfgeld & Wang (2009) and Makgosa *et al*. (2016);

- Occupation: its importance was demonstrated by Alfansi & Sargeant

(2000) and Foscht *et al*. (2010). By contrast, its impact, according to the results obtained by Makgosa *et al*. (2016), was insignificant.

The conflicting findings mentioned above and related to the demographic variables “marital status”, “gender”, “age” and “occupation” are probably explained by the different samples and methodologies employed by each research. This lack of consistence amongst studies about individual customers segmentation of financial services is strongly mitigated by two facts:

- The insignificant impacts were found by essentially just one research – Makgosa *et al*. (2016), with four out of five cases – focused on saving consumers in Botswana by performing a survey;
- The influence of these four demographic variables on financial decisions was already demonstrated by numerous studies not about segmentation in Behavioural Finance area.

(B) PSYCHOGRAPHIC SEGMENTATION

> “...according to Ziff (1971), the definition of psychographics remains a controversial one and is perhaps a main contributory factor to much of the confusion that surrounds it. To some researchers psychographics refer to basic personality characteristics, whereas other definitions include attitudes, values and beliefs. In addition to this the general concept seems to be foreign to the traditional running of many financial institutions and is perhaps one of the reasons why psychographically-based research has not yet reached its full potential in segmenting the market for personal financial services.” (Harrison, 1994).

Four decades later, the wide-ranging bibliographical review performed within the ambit of this study revealed a different picture from the one painted by Ziff (1971), with important articles on the psychographic segmentation of financial services customers showing a high level of agreement on its scope. Singh Minhas & Jacobs (1996) cite Kotler’s (1994) definition – according to which psychographic segmentation can be based on social class, life-style or personality variables – and

consider that “benefit segmentation” is a type of “behavioural segmentation”. Meanwhile, Machauer & Morgner (2001) hold that psychographic segmentation considers personality, value, belief and life-style characteristics and define “benefit segmentation” as the one in which potential customers are grouped according to the desired or expected utility of consuming a product. However, it mentions that both forms of segmentation are guided by customers’ psychological determinants. Foscht *et al*. (2010), Muhamad *et al*. (2012) and Makgosa *et al*. (2016) essentially adopt the same conceptual approach.

Given the considerations above, it is permissible to assume that all types of segmentation related to psychological and behavioural aspects of financial services customers belong to the sphere of psychographic segmentation. This includes the type known as “benefit segmentation”.

Makgosa *et al*. (2016) emphasize that psychographic characteristics are not directly observable, thus hampering their obtention, but are critical in determining product and brand preferences or needs. Thus, unlike demographic characteristics, psychographic characteristics are directly related to consumer behaviour, thus making the use of proxies unnecessary.

As in the case of demographic segmentation, the results of studies that used psychographic segmentation can be grouped according to the variables employed:

- <u>Financial Attitudes and Perceptions</u>: their importance was demonstrated by Keller & Siegrist (2006), Fünfgeld & Wang (2009) and Makgosa *et al*. (2016). Keller & Siegrist (2006) used 8 measures of financial attitudes (“attitude toward financial security”, “attitude toward stock investing”, “obsession with money”, “perceived immorality of the stock market”, “attitude toward gambling” “interest in financial matters”, “attitude toward saving” and “frankness about finances”). Fünfgeld & Wang (2009) found 5 underlying dimensions of financial attitudes and behaviours: “anxiety”, “interests in financial issues”, “decision styles”, “need for precautionary savings” and “spending tendency”. In the exploratory factorial analysis undertaken by Makgosa *et al*. (2016) regarding perceptions of aspects that determine the level of saving, 5 factors emerged and were labelled as

"requirements", "financial literacy", "costs", "risk" and "returns";

- Benefits: used by "benefit segmentation", its importance was demonstrated by Singh Minhas & Jacobs (1996), Alfansi & Sargeant (2000), Machauer & Morgner (2001) and Muhamad *et al*. (2012). Singh Minhas & Jacobs (1996) hold that the disadvantages of other methods can be overcome by using "benefit segmentation". Alfansi & Sargeant (2000) discovered that "benefit segmentation" may be important for retaining current customers, but not for acquiring new ones. Machauer & Morgner (2001), using a questionnaire designed specifically for measuring attitudes or expected benefits directly, demonstrated that the individuals in the groups exhibited more distinct attitude profiles than groups of customers defined according to simple demographic criteria. Muhamad *et al*. (2012) showed that expected benefits of products constitute a significant portion of criteria for effective market segmentation;

- Behaviours, Intentions and Interests: their importance was demonstrated by Keller & Siegrist (2006), Foscht *et al*. (2010) and Makgosa *et al*. (2016). Keller & Siegrist's (2006) findings showed the importance of behaviours related to the ownership of an investment portfolio and stock purchases and sales, in addition to intentions and interests regarding risk, return and social and environmental responsibility. Foscht *et al*. (2010), in their exploratory study, revealed the potential use of a segmentation approach based on interests to complement the use of demographic data. 5 motivations for the act of saving emerged from Makgosa *et al*.'s (2016) study and were labelled as "self-actualization", "safety and security", "self-esteem", "need for stability" and "functional needs";

- Knowledge of Finance: its potential importance was demonstrated by Harrison (1994) through an exploratory study undertaken using in-depth interviews. This study successfully identified four financial services client segments based on their degree of knowledge and understanding of them;

- Personal Values: their importance was demonstrated by Keller & Siegrist (2006), Muhamad *et al*. (2012) and Makgosa *et al*. (2016). Some of Keller

& Siegrist's (2006) measures of financial attitudes ("attitude toward financial security", "obsession with money", "perceived immorality of the stock market", "attitude toward gambling" and "attitude toward saving"), in addition to intentions and interests regarding risk, return and social and environmental responsibility also cited above, are clearly related to investors' personal values. Muhamad *et al*. (2012) concluded in their study that personal values (religious, ethical and economic) are part of the list of effective criteria for market segmentation. Makgosa *et al*. (2016) revealed that 5 personal values ("security", "sense of belonging", "fun and enjoyment", "sense of accomplishment" and "self-fulfilment") significantly explained differences between segments of savers.

These results uncover two relevant aspects of psychographic segmentation:

- Unlike the demographic segmentation, there are no conflicting findings in spite of different samples and methodologies employed by each research. This remarkable consistence may be a sharp evidence of the effectiveness and superiority of psychographic segmentation, possibly due to the fact that it does not use proxies variables;

- There is a high diversity of concepts and constructs, with overlapping ideas and different names for similar variables. This is probably aroused by the subjective nature of psychographic variables and, mainly, by the fact that psychographic segmentation is a recent field of study.

It is important to mention that there are various other studies of psychographic analysis in the financial behaviour of individuals' sphere, albeit without the specific aim of undertaking a psychographic segmentation of financial services customers. Thus, their effectiveness in this type of application has not yet been gauged. The following are some of the tools employed in these psychographic analyses:

- Money Attitude Scale (MAS) developed by Yamauchi & Templer (1982) and improved by Roberts & Sepulveda (1999);

- Big Five personality structure developed by Costa & McCrae (1992) and, according to Bucciol & Zarri (2017) – who applied it in the study of financial

decisions taken by investors -, one of the taxonomies most used in the Administration and Psychology literature;

- “Risk appetite” measurement scale developed by Pasewark & Riley (2010) and used successfully by Aren & Zengin (2016) to evaluate its effect on individuals’ investment preferences;
- “Financial literacy” measurement scale developed by Rooij *et al*. (2011) and used successfully by Aren & Zengin (2016) to evaluate its effect on individuals’ investment preferences;
- Financial Management Behaviour Scale (FMBS) developed by Dew & Xiao (2011);
- Money Attitudes Scale developed by Furnham *et al*. (2012).

In sum, the hybrid segmentation of financial service customers constitutes a prevailing trend, especially when it involves the joint use of demographic and psychographic factors. Despite the diversity of these factors – especially in the case of psychographic factors, with a growing range of criteria typical of areas of study that are developing rapidly -, there is still room for the consideration of additional variables. This is shown, for example, by the variety of psychographic analyses (listed above) in the sphere of individuals’ financial behaviour, but which have not yet been applied in the psychographic segmentation of financial service customers. The Behavioural Finance area constitutes another promising source of psychographic variables for this type of segmentation.

1.2.3 Behavioural Finance

(A) ORIGIN, FOUNDATIONS AND IMPORTANCE

There is no single definition of Behavioural Finance (also called “Behavioural Economics”) but, in general and as set out by Ramiah *et al*. (2015), it consists of applying Psychology to explain market anomalies through the study of apparent

errors (commonly called “cognitive errors”) committed by its participants (including investors) in their evaluations.

The roots of Behavioural Finance are imprecise and defined in different ways according to the criteria adopted by each researcher. Nevertheless, one can affirm that, in a certain way, they date back to the beginnings of the studies of Economic Science in its modern sense as a separate discipline in the 18th century:

> "During the classical period, economics had a close link with psychology. For example, Adam Smith wrote an important text describing psychological principles of individual behaviour and Jeremy Bentham wrote extensively on the psychological underpinnings of utility.” (Singh, 2010).

Singh (2010) attributes economists’ increasing abandonment of psychological concepts historically to the development of Neoclassical Economics, which its followers aimed to transform into a natural science. This trajectory resulted in the subsequent creation of the concept of *homo economicus* and the Expected Utility Theory, which constitute part of the essence of economic theory to this day. The latter, according to the economist Bruno Frey and cited by Kahneman (2011), is based on the belief that “The agent of economic theory is rational, selfish, and his tastes do not change.”.

> “Nevertheless, psychological explanations continued to inform the analysis of many important figures in the development of neo-classical economics such as Francis Edgeworth, Vilfredo Pareto, Irving Fisher and John Maynard Keynes. Psychology had largely disappeared from economic discussions by the mid 20th century. A number of factors contributed to the resurgence of its use and the development of behavioural economics.” (Singh, 2010).

The appearance and evolution of Behavioural Finance as a discipline is a relatively recent phenomenon. In recent decades this has occurred in opposition to mainstream thought in Economics and Finance, by introducing concepts, such as “bounded rationality” (Simon, 1957) and “heuristics of judgment” (Tversky & Kahneman, 1973), that are frontally opposed to some of their most essential

foundations. This opposition between the two currents of thought was deepened by Prospect Theory (Kahneman & Tversky, 1979), which was a milestone in the development of the Behavioural Finance discipline, with its successful explanation of a series of documented anomalies in economic decision making by applying cognitive psychology techniques. And, subsequently, owing to the fact that Shiller (1981) characterized the Efficient Market Hypothesis (one of the pillars of Neoclassical Economics) as an economic model with little relation to reality - which was confirmed by several researches, such as Boujelbène-Abbes *et al*. (2013) and Tripathy (2013) -, and the critique of the concept of *homo economicus* by confronting the "Econs" and "Humans" archetypes of economic theory agents (Thaler & Sunstein, 2008), in addition to many other Behavioural Finance studies and theories.

The importance of this area has been increasingly recognized and nothing probably reveals this better than the fact that four Behavioural Finance academics have been awarded the Nobel Prize in Economic Sciences: Herbert A. Simon (in 1978, for his pioneering research into the decision-making process within economic organizations), Daniel Kahneman (in 2002, for having integrated insights from psychological research into economic science, especially concerning human judgment and decision-making under uncertainty), Robert J. Shiller (in 2013, for his empirical analysis of asset prices) and Richard H. Thaler (in 2017, for his contributions to Behavioural Economics).

(B) IMPORTANT CONCEPTS FOR SEGMENTATION

Two essential concepts of Behavioural Finance are those of "heuristic" (simplifying artifice of intuitive thought to facilitate decision making) and "bias" (systematic error in decision making due to the heuristics used). Both are detailed by Tversky & Kahneman (1975), who, in this seminal article, explore three heuristics ("representativeness"; "availability"; and "adjustment and anchoring") and various resulting biases.

The known universe of heuristics and biases is vast and still expanding due to the enormous quantity of studies already undertaken and ongoing in various areas (especially Psychology and Behavioural Finance). There are now dozens of heuristics

and biases and their influence on financial decision making has been demonstrated by studies published in respected journals. Three of these biases are particularly prominent in the bibliographical review performed by this study, as shown by the number of articles that analyze them:

- Risk Aversion: Kahneman & Tversky (1979), Keller & Siegrist (2006), Singh (2010), Merkle & Weber (2014), Aren & Zengin (2016), Bucciol & Zarri (2017) and Sokolowska & Makowiec (2017);

- Overconfidence: Barber & Odean (2001), Hirshleifer (2001), Hilary & Menzly (2006), Chen *et al*. (2007), Deaves *et al*. (2008), Grinblatt & Keloharju (2009), Hackbarth (2009), Adam *et al*. (2015) and Huang *et al*. (2016);

- Optimism: Singh (2010), Campbell *et al*. (2011), Antoniou *et al*. (2013), Campbell (2014), Arif & Lee (2014), Kuo *et al*. (2014) and Kuhnen (2015).

All the heuristics and biases originate in brain mechanisms involved in the decision process, which were represented in a synthetic fashion by the revolutionary mutually complementary concepts of “System 1” (automatic, rapid, intuitive, largely unconscious and extremely vulnerable to biases) and “System 2” (voluntary, relatively slow, rational, conscious, analytical and responsible for self-control and complex calculations), introduced by Stanovich & West (2000). This theoretical contribution, also derived from Psychology – from studies such as Epstein (1994) and its cognitive-experiential self-theory (CEST) which created the ideas of “experiential system” and “rational system” –, represents one of the pillars of Behavioural Finance, recognized and also used by renowned studies in the area such as, for example, Thaler & Sunstein (2008) and, especially, Kahneman (2011).

Kahneman (2011) cites studies which reveal that some individuals (called “lazy”) who are more inclined to accept decisions taken exclusively by their System 1 – and, consequently, more likely to commit errors – and others (called “engaged”), whose System 2 assumes a more leading role – who are naturally less prone to decision making errors.

Stanovich (2011) summarized the result of decades of study, whose most

important core ideas in terms of the aims of this study are the following:

- “Intelligence” and “rationality” are distinct phenomena and belong the “minds” that coexist in “System 2”;
- “Intelligence” refers to slow, analytical and complex thoughts. Intelligent people usually excel in conventional IQ tests;
- “Rationality” refers to reflexive thoughts and the capacity to mitigate the committing of cognitive errors. It coincides with the concept of “cognitive reflection” (the ability or disposition to resist reporting the response that first comes to mind) measured by CRT (Cognitive Reflection Test) proposed by Frederick (2005). Further, Pacini & Epstein (1999) demonstrated that “rationality” can be evaluated by an improved version of REI (Rational-Experiential Inventory) by measuring rational and experiential thinking styles;
- Experiments performed revealed that tests of “rationality” are better measurers of vulnerability to biases than conventional IQ tests.

Stanovich’s (2011) contribution to deepening the understanding of Simon’s (1957) fundamental and pioneering concept of “bounded rationality” represents a significant advance not only for the Psychology and Behavioural Finance areas, but for the Social Sciences in general. This broad potential impact of any important advance in Psychology is corroborated by the renowned Italian economist, political scientist and sociologist, Vilfredo Pareto:

> “Psychology is evidently at the basis of political economy and, in general, of all the social sciences. A day will come when we will be able to deduce the laws of the social science from the principles of Psychology, in the same way that one day, perhaps, the principles of the constitution of matter will give us, by deduction, all the laws of Physics and Chemistry.” (Pareto, 2014).

1.3 Proposal for Improvement of Investor Segmentation

Based on the broad bibliographical review undertaken in the ambit of this study and the results of the various studies analyzed, one can conclude that using a hybrid approach which combines psychographic and demographic characteristics is the most promising one for investor segmentation, including in Brazil. That is, maintaining Keller & Siegrist's (2006) strategy for investors, Fünfgeld & Wang's (2009) approach for banking and financial product customers and Makgosa *et al*.'s (2016) for savers.

In this hybrid approach demographic segmentation could use all the variables that were shown to be more important in previous studies and already referred to in this article: "marital status", "gender", "consumption record", "age", "income level", "education" and "occupation".

As regard the psychographic strand of this segmentation, the present article proposes the use of all the variables detailed above, with the following specific constituent elements selected:

- Financial Attitudes and Perceptions: use of Keller & Siegrist's (2006) 8 financial attitude measures – "attitude toward financial security", "attitude toward stock investing", "obsession with money", "perceived immorality of the stock market", "attitude toward gambling" "interest in financial matters", "attitude toward saving" and "frankness about finances" – together with three of the 5 underlying dimensions of financial attitudes and behaviours found by Fünfgeld & Wang (2009) – "anxiety", "decision styles" e "spending tendency" – and four of the 5 factors that emerged in Makgosa *et al*.'s (2016) study – "requirements", "costs", "risk" and "returns";

- Benefits: use of a version adapted for investors of the questionnaire designed by Machauer & Morgner (2001);

- Behaviours, Intentions and Interests: use of important concepts identified by Keller & Siegrist (2006) – behaviours relative to the ownership of an investment portfolio and stock purchases and sales, in addition to intentions and interests regarding risk, return and social and

environmental responsibility – and of 5 motivations identified by Makgosa *et al*. (2016) – “self-actualization”, “safety and security”, “self-esteem”, “need for stability” and “functional needs”;

- Knowledge of Finance: use of the concept demonstrated by Harrison (1994);

- Values: use of personal values (religious, ethical and economic) studied by Muhamad *et al*. (2012) and the 5 personal values identified by Makgosa *et al*. (2016) – “security”, “sense of belonging”, “fun and enjoyment”, “sense of accomplishment” and “self-fulfilment”.

A concept, which is perhaps the most fundamental of Behavioural Finance, and should be incorporated into the psychographic portion of hybrid investor segmentation proposed here, but has not yet been fully employed by any identified study of financial service customer segmentation (but only partially by the “decision styles” dimension identified by Fünfgeld & Wang (2009)), is “rationality”, as defined by Stanovich (2011). As it refers to the capacity to mitigate the committing of cognitive errors and the tests that evaluate it are proven and effective measurers of vulnerability to biases, its contributory potential to psychographic investor segmentation is considerable. Thus, the measurement of the “rationality” variable in investors has a notable ability to encapsulate vulnerability to a broad universe of heuristics and biases identified by Behavioural Finance.

This measurement could be performed through the combined use of tools which effectiveness has been successfully demonstrated, such as:

- CRT (Cognitive Reflection Test) proposed by Frederick (2005), which in this study was either the best or second-best predictor across all four decision-making domains considered and the only test – compared to examinations and tools such as ACT (American College Test), WPT (Wonderlic Personnel Test), NFC (Need For Cognition scale) and three different versions of SAT (Scholastic Achievement Test) – related to them all;

- An improved version of REI (Rational-Experiential Inventory) proposed by

Pacini & Epstein (1999), whose results revealed that “rationality” is the determining factor when relevant decisions are taken. According to Norris & Epstein (2011), the two thinking styles measured by REI accounted for substantial variance beyond that accounted for by other personality measures, including the Big Five personality traits, the Constructive Thinking Inventory and the Basic Beliefs Inventory.

The identification of financial service customers in general and investors in particular with differentiated levels of “rationality” can be very useful for financial institutions, regulatory agencies and investors themselves. Financial institutions could, for example, serve investors with a greater degree of “rationality” in a more sophisticated and in-depth fashion, while other investors would receive a more didactic, cautious and informative type of service – in contrast with financial advertising that manipulates investors when deciding to buy risky financial products and services (Ferretti *et al*., 2017). Regulatory agencies could foster even more effective public policies aimed at protecting investors, especially those with a lower level of “rationality” (as they are more vulnerable to committing errors in their investment decisions). Finally, investors themselves who find that they belong to the latter category could try to be more careful in their decision processes, seeking out more independent sources of information and diversifying their financial advice.

With the aim of increasing the potentially significant contribution of Behavioural Finance to psychographic investor segmentation, this study, in addition to the “rationality” variable, also proposes the measurement of these individuals’ propensity for the three specific biases that stood out sharply in the bibliographical review performed herein: “risk aversion”, “overconfidence” and “optimism”.

1.4 Conclusions

Although individual investor segmentation evidently constitutes an important activity for financial institutions, regulatory agencies and investors, the wide-ranging bibliographical survey performed in the ambit of this study revealed a relative scarcity of articles on the subject and a vast variety of approaches to this specific theme.

Even more notable is the absence, in the psychographic portion of these studies of segmentation, of the explicit and appropriate use of valuable and proven important concepts of the increasingly recognized Behavioural Finance area. The most promising of them is “rationality” - as defined by Stanovich (2011) - due to its ability to encapsulate vulnerability to a wide universe of heuristics and biases identified by this area. In addition, one should highlight the cognitive biases of “risk version”, “overconfidence” and “optimism”, whose influence on financial decision making has been demonstrated by numerous studies and which, however, were also not considered in articles on individual investor segmentation.

This study, by proposing a hybrid approach to investor segmentation which combines demographic and psychographic variables whose importance was revealed by previous studies and, especially, incorporating the fundamental “rationality” variable and the cognitive biases cited above derived from Psychology and Behavioural Finance, aims to contribute to the construction of an improved model of individual customer segmentation.

In order to discover additional demographic and psychographic variables that could be potentially valuable for the segmentation studied in this article, it would be useful to undertake a qualitative exploratory study focused on investor segmentation methods currently used by financial institutions with a proven track record in this area. The proposed complementary study would represent an attempt to identify financial market “best practices” and promising aspects that were not identified by the literature covered by the present study.

The next stage of the study proposed here would be to apply the questionnaire resulting from the proposals for improvements laid out in this article in a statistically representative sample and analyze the data gathered using quantitative techniques such as Factorial Analysis, Cluster Analysis and Discriminant Analysis. As a final result, the main purpose is to help the Brazilian market by making important discoveries that lead to improvements in financial institutions’ customer acquisition methods and the services they provide, in investors’ selection of their investments and in the regulations that govern the financial sector – especially CVM Instruction nº 539 of November 13th, 2013, which regulates prior suitability verification in Brazil. Thus, it will be possible to better understand, classify and satisfy investors - these

multifaceted and fundamental agents of the financial market.

Acknowledgements

This study was financed in part by the Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Finance Code 001.

The authors would like to acknowledge the financial support from the Brasilprev Research Chair in Social Security and from the Brazilian National School of Insurance and the technical support of Brazil's Securities Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários - CVM) that provided them with significant and helpful comments.

Appendix A

- In Portuguese “atitude dinheiro” and in English “*money attitudes*”.
- In Portuguese “segmentação comportamental” and in English “*behavioral segmentation*” or “*behavioural segmentation*”.
- In Portuguese “segmentação finanças comportamentais” and in English “*behavioral finance segmentation*” or “*behavioural finance segmentation*”.
- In Portuguese “segmentação de investidores” and in English “*investor segmentation*”.
- In Portuguese “segmentação de mercado investidores” and in English “*investor market segmentation*”.
- In Portuguese “classificação de investidores” and in English “*investor classification*”.
- In Portuguese “comportamento de investidores” and in English “*investor behavior*” or “*investor behaviour*”.
- In Portuguese “atitude investidores” and in English “*investor attitude*”.
- In Portuguese “perfil investidores” and in English “*investor profile*”.

Appendix B

- American Economic Review.
- BAR – Brazilian Administration Review.
- BBR – Brazilian Business Review.
- Cadernos EBAPE-FGV.
- Decision Sciences.
- Econometrica.
- Games and Economic Behavior.
- International Journal of Bank Marketing.
- International Journal of Management and Decision Making.
- Journal of Banking and Finance.
- Journal of Behavioral and Experimental Economics.
- Journal of Behavioral Decision Making.
- Journal of Corporate Finance.
- Journal of Economic Behavior & Organization.
- Journal of Economic Literature.
- Journal of Economic Psychology.
- Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Journal of Financial Economics.
- Judgment and Decision Making.

- Mathematical Finance.
- Organizational Behavior and Human Decision Processes.
- Personality and Individual Differences.
- Quarterly Journal of Economics.
- RAC – Revista de Administração Contemporânea.
- RAE – Revista de Administração de Empresas.
- RAEP – Administração: Ensino e Pesquisa.
- RAUSP – Revista de Administração (FEA-USP).
- RBFIN – Revista Brasileira de Finanças: Brazilian Finance Review.
- Review of Financial Studies.
- The Journal of Finance.
- Theory and Decision.

2º ARTIGO – VERIFICAÇÃO DE *SUITABILITY*: PRÁTICAS DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO BRASIL PARA CUMPRIMENTO DA REGULAMENTAÇÃO E PARA CAPTAÇÃO E ATENDIMENTO DE CLIENTES

VERIFICAÇÃO DE *SUITABILITY*: PRÁTICAS DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO BRASIL PARA CUMPRIMENTO DA REGULAMENTAÇÃO E PARA CAPTAÇÃO E ATENDIMENTO DE CLIENTES

RESUMO

Este artigo identificou e analisou as práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil de verificação de "*suitability*", ou seja, a verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Os resultados da *survey* aqui empreendida, a qual foi respondida por 60 dos 72 intermediários financeiros sujeitos à Instrução CVM nº 539, corroboram o conflito de interesses entre investidores e instituições financeiras demonstrado por diversos estudos e que tem motivado uma tendência internacional de crescente regulamentação e fiscalização. A principal descoberta desta *survey* foi a variedade de abrangências e de profundidades nas práticas de verificação de "*suitability*" no Brasil, comprometendo a eficácia da regulação vigente. Uma promissora ação de melhoria que emergiu foi a criação de um método único a ser utilizado de forma uniforme por todo o mercado para a classificação de investidores. Quanto às práticas em segmentação de investidores para fins de captação e atendimento de clientes, foi constatada uma grande diversidade no emprego tanto de variáveis demográficas quanto de variáveis psicográficas e um predomínio do seu uso limitado. Com isto, foi evidenciado um potencial considerável para a sua expansão e sofisticação com o intuito de beneficiar tanto os intermediários financeiros quanto os próprios investidores.

Palavras-chave: Ciências Comportamentais, "*Suitability*" de Investidores, Captação de Clientes, Segmentação de Mercado, Comportamento do Consumidor.

2.1 Introdução

O objetivo deste artigo consiste na identificação e na análise das práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil de verificação de "*suitability*" – ou seja, a verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente – nas suas duas vertentes de aplicação: para cumprimento da Instrução CVM nº 539 de 13/11/2013 (incluindo as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 554/14 e 593/2017) e para captação e atendimento de clientes. Os resultados alcançados poderão subsidiar o futuro aprimoramento adicional das diretrizes e exigências da Instrução CVM nº 539 e de outras normas correlatas no Brasil e no exterior, além das práticas de segmentação das próprias instituições financeiras. Em ambos os casos, visando aperfeiçoar o atendimento das necessidades dos investidores e, por consequência, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários em particular e do mercado financeiro em geral. Portanto, trata-se de uma pesquisa do interesse de instituições financeiras, órgãos reguladores e dos próprios investidores.

A relevância deste estudo é materializada pelo substancial impacto direto e indireto do mercado financeiro para a economia de qualquer país e pelas consequências financeiras e operacionais das práticas de "*suitability*" empregadas nos intermediários financeiros e nos próprios investidores. A conjunção de um mercado financeiro tão complexo e sofisticado com o quadro de severas desigualdades educacionais e sociais observado no Brasil – resultando em investidores significativamente heterogêneos em seus perfis e necessidades – torna as práticas de "*suitability*" ainda mais necessárias.

A originalidade desta pesquisa é evidenciada pelo fato de não ter sido encontrado, no âmbito da extensa literatura pesquisada, nenhum artigo publicado com exatamente o mesmo enfoque. Tais relevância e originalidade foram corroboradas pelo acordo de cooperação acadêmica e técnico-científica que a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) se dispôs a celebrar para o estabelecimento da linha de pesquisa da qual este artigo é um dos produtos resultantes.

Deccax & Campani (2019) propuseram um modelo aprimorado de

segmentação de investidores individuais para fins de "*suitability*" baseando-se numa ampla revisão dos estudos publicados em periódicos conceituados nas últimas décadas sobre segmentação de clientes individuais de serviços financeiros e sobre fatores que influenciam a tomada de decisões financeiras. Este presente artigo aborda o mesmo tema, porém se distingue pelo enfoque e pela metodologia empregada. O foco principal aqui não é o conhecimento teórico produzido a respeito deste tema pela Ciência e materializado pela literatura disponível nacional e internacionalmente, mas sim as práticas efetivamente adotadas no Brasil. Práticas estas que são condicionadas por fatores particulares (regulatórios e competitivos, sobretudo) e que ainda não foram claramente identificadas por nenhuma pesquisa científica publicada. Portanto, ambos os artigos – Deccax & Campani (2019) e este – apresentam perspectivas complementares entre si e que poderão subsidiar o desenvolvimento de um futuro e inovador modelo teórico e operacional de segmentação de investidores individuais que poderá contribuir, não apenas no Brasil, para o aprimoramento da captação e do atendimento de clientes por instituições financeiras, da seleção de investimentos por investidores e da regulamentação hoje existente por órgãos reguladores, em particular, daquelas que regulam a verificação prévia de "*suitability*".

O outro fator de distinção entre este estudo e o de Deccax & Campani (2019) – a metodologia empregada – é detalhado ao longo deste artigo e consistiu numa *survey* junto ao universo de instituições financeiras sujeitas à Instrução CVM nº 539.

Os resultados são apresentados e discutidos neste artigo e revelam a necessidade de aprimoramento da regulamentação e das práticas no Brasil quanto à verificação prévia de "*suitability*". Uma promissora ação de melhoria que emergiu deste estudo foi a criação de um método único a ser utilizado (inclusive via autoavaliação pelos investidores) de forma uniforme por todo o mercado para a classificação de investidores. Quanto às práticas em segmentação de investidores para fins de captação e atendimento de clientes, os resultados mostram uma grande diversidade no emprego tanto de variáveis demográficas quanto de variáveis psicográficas e um potencial considerável para a sua expansão e sofisticação com o intuito de beneficiar tanto os intermediários quanto os próprios investidores.

2.2 Literatura e Regulamentação

2.2.1 Literatura

A questão mais relevante da verificação de "*suitability*" e que tem motivado uma tendência internacional de crescente regulamentação e fiscalização sobre este tema é o inerente conflito de interesses entre investidores e instituições financeiras. Este ponto emergiu, explícita ou implicitamente, em todos os estudos encontrados nos periódicos conceituados que foram pesquisados no âmbito desta pesquisa (relacionados por ordem alfabética no Apêndice A). Possivelmente por ser um tema muito específico e cuja relevância é recente, é limitada a quantidade de artigos publicados que foram encontrados. Isto revela que o tema ainda está provavelmente longe de alcançar a maturidade e, portanto, apresenta oportunidades para contribuições significativas.

Existem diversas definições sobre "conflito de interesses". Mehran & Stulz (2007) o conceituam como sendo "... quando uma parte em uma transação pode ganhar tomando ações que são prejudiciais à sua contraparte" e examinam a crescente literatura empírica sobre os conflitos de interesses em instituições financeiras. As conclusões alcançadas pelos inúmeros estudos analisados por Mehran & Stulz (2007) são ambivalentes e também divergentes quanto ao impacto nos retornos obtidos pelos clientes de instituições financeiras que receberam recomendações enviesadas, mas a análise econômica demonstra que os conflitos de interesses são onipresentes quando a contratação é dispendiosa e as partes são informadas de forma imperfeita.

Bolton *et al*. (2007) enfatizam que as instituições financeiras têm melhores informações sobre a adequação ("*suitability*") de determinados produtos financeiros para seus clientes do que os próprios clientes. Ademais, ao analisarem por meio de um modelo teórico a situação em que o cliente não consegue avaliar a acuidade do conselho recebido de uma instituição financeira sobre se um determinado produto financeiro é o mais adequado, evidenciaram que conflitos de interesses poderiam contaminar este conselho recebido. Por exemplo, recomendando um produto do seu portfólio que atenda de forma imperfeita (ou seja, com menor "*suitability*") às

necessidades do seu cliente ao invés de recomendar outro produto mais adequado e oferecido pela concorrência. Os autores argumentam que se houver níveis suficientemente altos de competição e de consolidação no mercado – em bancos múltiplos ("*one-stop banks*") – os conflitos de interesses podem ser superados. No Brasil, a segunda condição é observada, mas não a primeira.

Ao analisarem bases de dados de uma grande corretora e de um grande banco, Hackethal *et al*. (2012) alcançaram resultados relevantes para a análise de "*suitability*" e para a questão correlata do conflito de interesses:

- Consultores financeiros (gerentes de contas, corretores etc.) tendem a prover mais orientações – por iniciativa própria ou sob demanda – a investidores mais ricos, mais velhos, mais experientes e do sexo feminino;

- As contas de investidores que receberam orientação auferiram, em média, retornos líquidos mais baixos e "*trade-offs*" de risco-retorno inferiores (medidos por índices de Sharpe). Os custos de transação contribuíram para isto, pois estas contas apresentaram maior rotatividade e isto é coerente com o fato de as comissões serem a principal fonte de receita dos consultores financeiros.

Em estudo no qual foi empregado o método de "*mystery shopping*" ("cliente oculto") em 231 situações junto a seis grandes bancos de varejo, foi identificado que em 11% das vezes a orientação financeira fornecida ao cliente foi inadequada e em 15% o consultor financeiro não reuniu informações suficientes para garantir que seus conselhos fossem adequados (ASSESSING..., 2019).

Mais recentemente, Egan (2019) chegou a conclusões convergentes, igualmente preocupantes e que ampliam essa discussão. A sua análise empírica sobre uma base de dados de títulos com vencimento em um ano registrados na SEC (*Securities and Exchange Commission*, órgão dos EUA equivalente à CVM) emitidos durante o período de 2008 a 2012 revelou que:

- Investidores frequentemente adquirem produtos financeiros com desempenho inferior e, ainda mais preocupante, quando um produto superior e um produto inferior estão disponíveis, é mais provável que

optem pelo segundo. Ou seja, o "*suitability*" é comprometido;

- Assimetrias de informação não são suficientes para explicar o fenômeno dos consumidores estarem mais propensos a comprar produtos inferiores, tendo que ser considerado o fator adicional explicativo de que os incentivos financeiros (taxas cobradas) dos corretores diferirem dos incentivos dos investidores (retornos obtidos, sobretudo);

- As conclusões alcançadas ratificam inúmeras outras pesquisas identificadas por Egan (2019) aplicadas em mercados financeiros diversos no varejo que evidenciam que investidores frequentemente pagam caro demais pelos seus investimentos e que o conflito de interesses é a regra.

A necessidade de regulamentação e de fiscalização acerca da verificação adequada de "*suitability*" é evidenciada pelos estudos supracitados. E poderia ser ainda mais eficaz se, além da sua realização por instituições financeiras, tal verificação também contemplasse a autoavaliação pelos investidores – na qual estes avaliam subjetivamente o seu conhecimento financeiro respondendo a questionários com escalas do tipo Likert – conforme sugerido por Kramer (2016) ao descobrir as limitações do fornecimento de orientações financeiras. Isto decorre da constatação, quando o autor analisa duas representativas bases de dados na Holanda, de que pessoas com maior nível de confiança em sua própria alfabetização financeira (ou seja, que se consideram proficientes, mas não necessariamente são) apresentam menor propensão a procurar orientação financeira. E, de forma ainda mais alarmante, não foi encontrada nenhuma relação entre nível real de alfabetização financeira e busca por orientação.

O desafio e a importância de se regulamentar a verificação adequada de "*suitability*" tende a aumentar ainda mais com o vertiginoso crescimento do uso de *robo-advisors* (serviços automatizados de aconselhamento financeiro). Guterman (2017) destacou que os *robo-advisors* ainda não cumpriam integralmente as exigências da CVM referentes à "*suitability*" mas que, não obstante as suas limitações técnicas atuais, são úteis para pequenos investidores que não dispõem de recursos suficientes para contratar um serviço de planejamento financeiro. Ao final deste mesmo ano de 2017 a CVM explicitou, por meio da Instrução 592, que a

prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários com a utilização de sistemas automatizados ou algoritmos (ou seja, contemplando também os *robo-advisors*) está sujeita a uma série de obrigações e de regras, inclusive as referentes à "*suitability*". E ainda estipulou que os códigos-fonte destes sistemas automatizados devem estar à disposição para inspeção da CVM.

2.2.2 Regulamentação

A regulamentação mundial quanto à verificação de "*suitability*" foi fortemente alavancada pela crise das hipotecas *subprime* (com alto risco de inadimplência) que se originou nos EUA em 2007 e que a partir de 2008 se tornou a pior crise econômica mundial desde a década de 1930. Estando em sua origem a securitização dos empréstimos *subprime* e a sua subsequente comercialização por bancos credores como derivativos indevidamente classificados pelo mais alto *rating* (AAA) por agências internacionais de classificação de risco até então influentes e respeitadas, esta crise desnudou uma série de fragilidades – regulatórias, de conflitos de interesses, de assimetrias de informação, de educação financeira, etc. – do sistema financeiro mundial. Destarte, ficou evidente que uma das linhas de ação mais urgentes para mitigar a probabilidade de ocorrência futura de crises semelhantes seria desenvolver e aprimorar normas e práticas de fiscalização acerca da verificação adequada de "*suitability*" de investidores.

Os desdobramentos desta crise até os dias de hoje foram e continuam sendo amplos e contínuos. O primeiro deles de relevância significativa no que tange à regulamentação em questão foi o relatório publicado em abril de 2008 pelo BIS (*Bank for International Settlements*), que é considerado o "banco central dos bancos centrais" por congregar 60 bancos centrais de países que em conjunto representam cerca de 95% do PIB mundial segundo informações disponíveis no próprio *website* da instituição (CUSTOMER..., 2019).

Este relatório do BIS buscou identificar as práticas de instituições financeiras na época da *survey* realizada e a amostra selecionada consistiu em 90 empresas de 10 países (EUA, Japão e oito da Europa Ocidental). A principal constatação alcançada foi de que havia na época uma significativa diversidade – entre os

diferentes setores financeiros e, ainda mais, entre os países pesquisados – de exigências regulatórias quanto à verificação de "*suitability*" de investidores individuais (de varejo). Como resultado, o BIS recomendou que os sistemas regulatórios de cada país harmonizassem as suas exigências para minimizar o risco de arbitragem regulatória, ou seja, de que as instituições financeiras estruturassem os seus produtos de maneira a evitar os mais altos padrões regulatórios. A preocupação com a educação dos investidores também se destacou dentre as ações preventivas tomadas pelos órgãos de regulação e fiscalização.

Cabe destacar o desenvolvimento, desde então, de medidas e da regulamentação sobre a verificação adequada de "*suitability*" de investidores nos seguintes organismos:

(A) IOSCO (*INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS*)

A IOSCO é o organismo internacional que reúne reguladores de valores mobiliários do mundo e é reconhecida como a criadora de padrões globais para este setor. Atua intensivamente junto com o G20 e com o FSB (*Financial Stability Board*) na agenda de reforma regulatória global. Foi fundada em 1983 e seus 227 membros regulam mais de 95% dos mercados de valores mobiliários do mundo em mais de 115 jurisdições (ABOUT..., 2019).

As suas principais medidas em relação a este tema foram:

- Em fevereiro de 2012, publicação de um relatório de consulta intitulado "*Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products*" com o objetivo de discutir possíveis princípios com foco na proteção do cliente, incluindo requisitos de "*suitability*" e de divulgação relacionados à distribuição por intermediários de produtos financeiros complexos para clientes de varejo e não varejistas, com base em uma revisão da estrutura regulatória existente dos membros;

- Em janeiro de 2013, publicação do relatório final intitulado "*Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products*" com a recomendação dos seguintes princípios: classificação de clientes;

responsabilidades gerais independentemente da classificação dos clientes; requisitos de divulgação; proteções de "*suitability*" para serviços não consultivos; função de "*compliance*" e políticas e procedimentos internos de "*suitability*"; incentivos; e "*enforcement*".

- Em dezembro de 2016, publicação do relatório final intitulado "*Update to the report on the IOSCO automated advice tools survey*" que identificou que reguladores de valores mobiliários em diversos países possuem preocupações quanto ao "*suitability*" das orientações fornecidas por serviços automatizados de aconselhamento financeiro a seus clientes e quanto à existência de clientes que não possuem o perfil adequado para serem atendidos de forma satisfatória por estes serviços automatizados;

- Em maio de 2017, publicação da resolução intitulada "*IOSCO objectives and principles of securities regulation*" estabelecendo 38 princípios gerais de regulamentação de valores mobiliários, alguns dos quais reforçando os princípios específicos do "*Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products*", publicado em janeiro de 2013.

(B) SEC (*SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION*)

A SEC é a agência federal dos Estados Unidos que aplica as leis de títulos federais e efetua a regulação do setor de valores mobiliários no país. Foi fundada em 1934 durante a Grande Depressão decorrente do *crash* da Bolsa de Valores de Nova York em 1929. Como a SEC regula e fiscaliza o maior e mais desenvolvido mercado mobiliário do mundo, representa uma referência para muitos dos seus congêneres em outros países.

A SEC não possui uma norma específica sobre verificação de "*suitability*", estando os intermediários financeiros sujeitos a normas de diversas organizações autorreguladoras do setor de valores mobiliários nos EUA. A principal delas e a única para a qual a SEC delega a normatização da verificação de "*suitability*" é a regra 2.111 da FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*).

Esta regra define que o perfil de investimento de um cliente deve ser

identificado por meio de fatores como: idade do cliente, carteira atual de investimentos, situação financeira e necessidades, *status* fiscal, objetivos de investimento, experiência como investidor, horizonte de tempo de investimento, necessidades de liquidez e tolerância a risco.

Um fato que enfatiza a independência dos reguladores dos mercados de valores mobiliários mundo afora em relação às diretrizes da IOSCO, cuja adoção é recomendada, porém não compulsória, foi a declaração emitida pela SEC no dia seguinte à publicação pela IOSCO do relatório final intitulado "*Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products*". Nesta declaração, a SEC deixa claro que não o aprovou, que o mesmo não reflete de forma acurada a legislação norte-americana e manifesta a sua discordância em relação a alguns aspectos essenciais, sobretudo quanto a uma suposta falha em respeitar de forma adequada a distinção entre investidores institucionais e individuais (de varejo) quanto aos requerimentos de "*suitability*" aplicáveis.

Em 5 de junho de 2019 a SEC aprovou uma nova norma que aborda este tema e com vigência a partir de 10 de setembro de 2019, a "*Regulation Best Interest*". O principal avanço obtido na proteção dos investidores é que os corretores também passam a ser obrigados (não obstante alguns condicionantes), assim como os consultores financeiros já eram, a agir no "melhor interesse" de um cliente de varejo – de acordo com o chamado "padrão fiduciário", acima do anteriormente vigente "padrão de *suitability*" – ao fazer uma recomendação de qualquer transação ou estratégia de investimento envolvendo valores mobiliários. No antigo "padrão de *suitability*" aplicável aos corretores, era suficiente que a recomendação fosse "apropriada", não sendo necessário ser do "melhor interesse" do investidor. Por outro lado, a nova norma não elimina, mas continua apenas a mitigar os conflitos de interesse segundo O´Brien (2019).

(C) CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS)

A CVM foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil (SOBRE..., 2019). Conforme evidenciado por Prado *et al*. (2016), a CVM tem

historicamente se inspirado em padrões internacionais ao formular e atualizar os seus instrumentos regulatórios e buscado caso a caso o equilíbrio entre a adesão a estes padrões e as peculiaridades do mercado de valores mobiliários no Brasil e os custos de adaptação para o nosso regime jurídico. No caso específico da Instrução CVM nº 539 de 13/11/2013 (posteriormente aprimorada pelas Instruções CVM nº 554/14 e 593/2017), que trata da verificação de "*suitability*", é mencionada a ligação com os padrões preconizados pela IOSCO.

A Instrução CVM nº 539 impõe aos integrantes do sistema de distribuição e aos consultores de valores mobiliários a verificação prévia da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (desde que este não seja investidor qualificado, pessoa jurídica ou enquadrado em algumas situações específicas definidas por esta norma). Para cumprir esta exigência, deve ser avaliada a compatibilidade entre o produto, serviço ou operação com os objetivos de investimento, a situação financeira e o nível de conhecimento do cliente. Com isto, o cliente deve ser classificado em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas – aspecto para o qual Deccax & Campani (2019) lançaram as bases para um modelo aprimorado de segmentação de investidores individuais. De modo análogo, as categorias de produtos oferecidas também devem ser classificadas de acordo com os seus riscos, com o perfil dos emissores e prestadores de serviço, com a existência ou não de garantias e com os prazos de carência.

Ambas as classificações devem ser atualizadas em intervalos não superiores a 24 meses. Além da verificação prévia de "*suitability*", esta norma veda a recomendação (mas não a simples oferta) de produtos ou serviços financeiros quando: o perfil do cliente não é adequado ao produto ou serviço; não são obtidas as informações que permitem a identificação do perfil do cliente; ou as informações relativas ao perfil do cliente não estão atualizadas. Contudo, o cliente possui a liberdade para ordenar suas operações, devendo ser alertado quando a sua ordem estiver inadequada ao seu perfil ou se este estiver desatualizado ou não tiver sido classificado.

A primeira ocorrência de penalidade aplicada com base na Instrução CVM nº 539 foi a determinação pela CVM em maio de 2018 de que um investidor da XP Investimentos fosse ressarcido em R$ 120 mil. O investidor Lelio Rodrigues Faria

Sarreta alegou que não foi devidamente informado a respeito dos riscos aos quais estava sujeito numa operação efetivada sob sua demanda e que, em consequência, a mesma não era compatível com seu perfil. A CVM identificou que não houve preenchimento de análise do perfil deste investidor e reverteu a decisão da BSM, empresa integrante do grupo B3 responsável pela supervisão dos mercados administrados pela mesma, que havia decidido pelo não ressarcimento e pela instauração de processo administrativo contra a XP (CVM..., 2019).

Em seu “Relatório Semestral de Supervisão Baseada em Risco” referente ao período de julho a dezembro de 2018, a CVM informa que:

- Em 2018 iniciou supervisões periódicas em 39 gestores com um escopo de verificação que incluía a aderência à norma de “*suitability*”;

- Foram concluídas as análises de inspeção de rotina de três instituições. Uma foi arquivada sem medidas sancionadoras e nas outras duas situações foram emitidos “Ofícios de Alerta”, os quais foram respondidos de forma satisfatória por ambas as instituições;

- A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), fundamentada nas “Diretrizes do Processo de *Suitability*“ do “Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento”, passou a realizar a supervisão dos distribuidores de cotas de fundos quanto ao perfil de investidores atendidos. Como resultado da análise dos 186 laudos recebidos destes distribuidores, dos 4.709.650 investidores contemplados 14% encontravam-se com o seu perfil desatualizado, 11% sem perfil identificado e 10% desenquadrados (com perfil incompatível). Ou seja, significativos 35% de não aderência à norma de “*suitability*”;

- Ao iniciar, com um maior acompanhamento junto à BSM, os primeiros processos tratando de irregularidades em relação à Instrução CVM nº 539, estas já representaram 6% do total de irregularidades identificadas;

- Dos 18 relatórios de “*suitability*” analisados, a área técnica da CVM demandou esclarecimentos a 11 intermediários e abordando 14 tópicos

distintos;

- Em 2018 passou a analisar as primeiras reclamações de investidores apresentadas à CVM pelo seu canal de proteção e orientação ao investidor.

A CVM planejava divulgar ainda em 2019 as regras para aplicação de multas mais altas por irregularidades e uma das prioridades da nova instrução é justamente a Instrução CVM nº 539. Adicionalmente, a autarquia deseja incrementar a celeridade tanto do julgamento dos casos de irregularidades quanto da punição dos infratores (PAVINI, 2019).

No seu "Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco" relativo a 2019 e 2020, a CVM destaca que as falhas nos processos e nas políticas internas de "*suitability*" fazem parte dos 6 eventos de risco que serão acompanhados.

2.3 Metodologia

O universo desta pesquisa foi representado por todas as 72 entidades intermediárias atuantes no Brasil e sujeitas à Instrução CVM nº 539 que trata da verificação de "*suitability*". Todos estes 72 intermediários financeiros foram convidados pela CVM a participarem voluntariamente da *survey* empreendida por este estudo. Um total de 60 instituições preencheram o questionário de forma válida. A amostra obtida, portanto, foi não probabilística por acessibilidade e a unidade amostral considerada foi a entidade intermediária respondente e sujeita à Instrução CVM nº 539. No Apêndice B, são relacionados todos os 60 respondentes.

Esta metodologia foi adotada por permitir descortinar um panorama amplo do objeto de estudo – as práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil de verificação de "*suitability*" – e este objetivo foi alcançado por meio do elevado índice de resposta obtido de 83,3%, o que resultou numa amostra muito representativa.

O convite foi enviado em julho de 2018 a todas as 72 entidades intermediárias via ofício da CVM destinado nominalmente ao executivo (tipicamente, diretores) dentro de cada intermediário cadastrado formalmente na CVM como responsável por

zelar pelo cumprimento da referida norma. Este ofício, além de conter o *link* para o questionário eletrônico a ser respondido, contextualizava a *survey* no âmbito de uma linha de pesquisa cujo objetivo final é desenvolver um modelo aprimorado de segmentação de investidores individuais. Além disso, o ofício enfatizava que os dados obtidos seriam tratados de forma agregada (assegurando a confidencialidade dos respondentes) e garantindo que os mesmos não seriam utilizados para nenhuma medida posterior de fiscalização ou de penalização por parte da CVM nos respondentes.

Após o envio do convite foram realizadas duas rodadas de contato por *e-mail* e 59 contatos individuais por telefone junto às entidades intermediárias que não preencheram com celeridade o questionário eletrônico da *survey*. Nestes contatos foram contornados diversos obstáculos que dificultavam ou desestimulavam a participação das empresas, em especial a desatualização do cadastro supracitado da CVM e dúvidas e receios dos seus executivos quanto aos objetivos e desdobramentos da pesquisa.

O questionário disponibilizado eletronicamente foi previamente discutido e validado com a CVM e continha uma parte inicial com 11 perguntas demográficas (sobre CNPJ, número de empregados, faturamento, etc.) para identificar e caracterizar o intermediário respondente e outras três partes contendo 51 perguntas distribuídas da seguinte forma:

- 34 perguntas sobre o cumprimento da Instrução CVM nº 539 que trata de "*suitability*", sobretudo da realização das verificações previstas pelo seu art. 2º;

- 13 perguntas sobre práticas relativas a exigências internacionais quanto à verificação de "*suitability*" existentes nas normas da IOSCO e na regra 2.111 da FINRA;

- Quatro perguntas sobre as práticas em segmentação de investidores para fins de captação e atendimento de clientes.

Das 62 perguntas do questionário, 35 foram fechadas (com categorias para as respostas, ou seja, com alternativas previamente definidas) e 27 foram abertas (sem

alternativas previamente definidas). Dentre as perguntas fechadas, 30 empregaram uma escala do tipo Likert de 6 pontos, onde o ponto 1 significava “discordo totalmente”; 2, “discordo muito”; 3, “discordo pouco”; 4, “concordo pouco”; 5, “concordo muito”; e 6, “concordo totalmente”.

Apesar dos efetivos respondentes em nome de cada empresa não terem sido formalmente identificados com o intuito de manter o sigilo e assim não desestimular a sua participação, durante os contatos por *e-mail* e por telefone ficou evidente que as empresas estavam designando executivos (gerentes, superintendentes e diretores, sobretudo os dois últimos) das suas áreas de *compliance* e de outras correlatas para participar da *survey*.

Os dados obtidos foram analisados de duas formas: através de estatísticas descritivas (para os dados originários das perguntas fechadas do questionário e para os originários das perguntas abertas demográficas) e através da técnica de análise de conteúdo (para os dados originários das demais perguntas abertas).

2.4 Resultados

2.4.1 Perfil da Amostra

O delineamento do perfil da amostra obtida de 60 intermediários financeiros respondentes é apresentado pelas Figuras 1 e 2 e pela Tabela 1 a seguir.

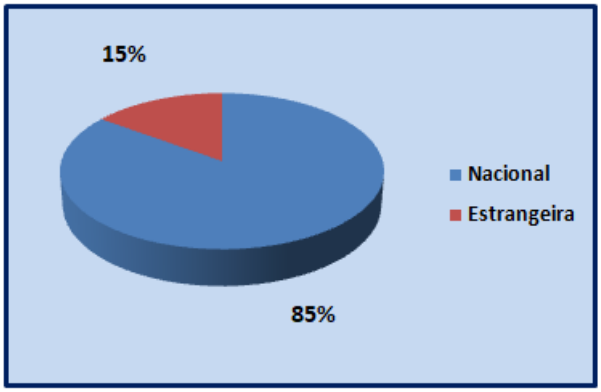

Figura 1 - Origem do Capital Social dos Intermediários Respondentes (informada por 59 respondentes).

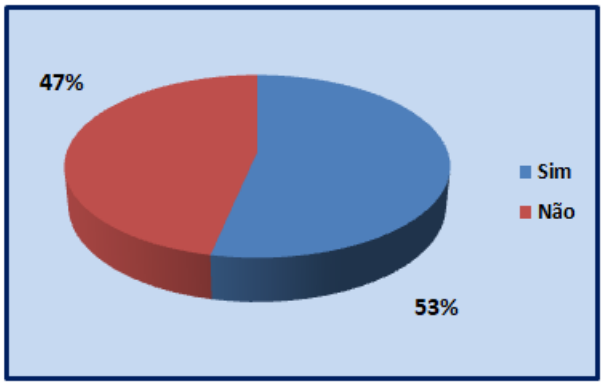

Figura 2 - Os Intermediários Respondentes Fazem Parte de um Conglomerado Financeiro? (informado por 59 respondentes).

Tabela 1 - Perfil Demográfico dos Intermediários Respondentes.

Variável	Número de Respondentes	Média	Mediana	Desvio Padrão
Empregados no Brasil	51	2.094	62	13.894
Faturamento Anual no Brasil	54	R$ 319.179.443,20	R$ 31.052.000,00	R$ 1.346.927.031,40
Empregados no Brasil do Conglomerado Financeiro	30	13.199	461	31.946
Faturamento Anual no Brasil do Conglomerado Financeiro	26	R$ 12.120.627.631,16	R$ 379.453.688,86	R$ 36.128.647.790,24
Empregados no Mundo do Conglomerado Financeiro	8	15.512	5.128	22.655
Faturamento Anual no Mundo do Conglomerado Financeiro	7	USD 25.229.979.225,44	USD 2.247.377.846,00	USD 42.128.224.679,05
Origem do faturamento em intermediação no Brasil				
Pessoa jurídica não financeira	37	11,05%	5,00%	14,77%
Instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BACEN	30	16,21%	4,84%	23,75%
Companhias seguradoras e sociedades de capitalização	24	0,05%	0,00%	0,20%
Entidades abertas e fechadas de previdência complementar	24	2,80%	0,00%	11,16%
Pessoa física	40	51,83%	54,20%	33,25%
Investidor não residente	27	12,90%	1,50%	25,83%
Fundos de investimento	34	11,56%	2,62%	15,96%
Clubes de investimento	30	6,97%	1,00%	11,55%

Em suma, a amostra obtida apresenta as seguintes características principais, que refletem o universo do qual ela é representativa:

- Os intermediários possuem perfis muito distintos, sobretudo em termos de porte – medido pelo número de empregados e pelo faturamento, tanto no Brasil quanto mundialmente – e da origem do faturamento em intermediação financeira no Brasil;

- A origem do capital social dos intermediários é predominantemente nacional (85% dos respondentes);

- Pouco mais da metade dos intermediários (53% dos respondentes) faz

parte de um conglomerado financeiro;

- Não obstante a significativa diversidade de origens do faturamento em intermediação financeira no Brasil dos intermediários respondentes, sobressai a relevância dos clientes pessoa física (individuais). Estes são, justamente, os que são objeto da Instrução CVM nº 539 sobre verificação prévia de "*suitability*".

2.4.2 Cumprimento da Instrução CVM nº 539

No Apêndice C são detalhadas as estatísticas descritivas dos dados obtidos por meio das 18 perguntas fechadas da parte do questionário sobre o cumprimento da Instrução CVM nº 539.

Tendo-se em conta a escala do tipo Likert de 6 pontos utilizada para estas perguntas fechadas e variando de 1 ("discordo totalmente") a 6 ("concordo totalmente"), é surpreendente o quadro retratado. Os respondentes se autoavaliaram como extremamente homogêneos (desvios-padrão reduzidos) e com alto padrão de cumprimento (médias e medianas elevadas), porém isto conflita com a percepção menos favorável destes mesmos respondentes sobre o cumprimento por parte dos demais intermediários (resultado obtido pela pergunta 31). E, de forma ainda mais instigante, é claramente incoerente com as aqui já citadas estatísticas de descumprimento da Instrução CVM nº 539 detalhadas no "Relatório Semestral de Supervisão Baseada em Risco" referente ao período de julho a dezembro de 2018 emitido pela CVM.

É lícito supor que o fato do convite para participar da *survey* aqui realizada ter sido enviado pela CVM aos intermediários financeiros, não obstante contendo claramente a informação de que a participação era voluntária, contribuiu para este comportamento defensivo dos respondentes. Isto já era esperado e foi corroborado também pelo fato da *survey* ter sido respondida por 60 dos 72 intermediários financeiros convidados, indicando que os respondentes provavelmente temeram desagradar o órgão regulador e fiscalizador do mercado. Para mitigar e evidenciar este viés, foi inserida na *survey* a pergunta 31 supracitada e também levadas em

conta as estatísticas acima mencionadas de descumprimento geradas pela própria CVM. Como ambas não estão sujeitas ao “conflito de interesses” de um intermediário financeiro admitir um comportamento não aderente a uma regulação vigente, é razoável considerar que constituem indicadores mais confiáveis para esta dimensão analisada.

Em relação às 16 perguntas abertas desta parte do questionário, os resultados alcançados através da técnica de análise de conteúdo dos dados podem ser resumidos da seguinte maneira:

- Quanto à análise dos seus clientes em relação ao período em que os mesmos desejam manter os seus investimentos; às suas preferências declaradas quanto à assunção de riscos; às finalidades dos seus investimentos; às suas necessidades futuras de recursos; ao valor das suas receitas regulares; ao valor e aos ativos que compõem os seus patrimônios; aos tipos de produtos, serviços e operações com os quais os mesmos têm familiaridade; à natureza, ao volume e à frequência das operações já realizadas pelos mesmos; e à formação acadêmica e experiência profissional dos mesmos, os intermediários respondentes apresentaram abrangências e profundidades muito díspares em suas abordagens. As perguntas feitas aos clientes, as alternativas de resposta oferecidas e os pesos utilizados nas fórmulas para classificação dos investidores variam significativamente, com muitos intermediários seguindo uma linha mais básica e alguns sendo muito mais sofisticados;

- Quanto à classificação dos seus clientes, a grande maioria dos intermediários respondentes utilizam apenas três categorias (quase sempre com a nomenclatura “Agressivo”, “Moderado” e “Conservador”) e basicamente considerando o nível de aversão a risco de cada cliente;

- Quanto à classificação dos seus clientes de acordo com as suas preferências declaradas, os intermediários respondentes apresentaram abrangências e profundidades muito díspares em suas abordagens. As fórmulas para classificação variam significativamente e também aqui com uma ênfase maior no nível de aversão a risco dos investidores;

- Quanto às razões para o intermediário não cumprir integralmente as regras aplicáveis e previstas na Instrução CVM nº 539, a imensa maioria dos intermediários respondentes simplesmente declara que as cumpre na sua integralidade;

- Quanto às melhorias que o intermediário entende que seriam necessárias e viáveis de serem realizadas pela CVM nas regras estipuladas pela Instrução CVM nº 539 e com o objetivo de aprimorar a sua eficácia regulatória, a única sugestão que emergiu com uma frequência muito destacada foi a criação de um método único a ser utilizado de forma uniforme por todo o mercado para a classificação de investidores e das suas preferências. Outras sugestões que foram feitas por mais de um intermediário respondente: dar publicidade à questão de "*suitability*", conscientizando os clientes e demais agentes do mercado sobre a sua importância e mitigando a insatisfação dos clientes com a aplicação da instrução da CVM; unificar esta instrução da CVM com outras, como por exemplo "o item 20.1 do Roteiro Básico PQO da B3 e Deliberação nº 65 da ANBIMA"; e contemplar mais informações sobre materiais publicitários e relacionamentos digitais.

2.4.3 Práticas Relativas a Exigências Internacionais

No Apêndice D são detalhadas as estatísticas descritivas dos dados obtidos por meio das 12 perguntas fechadas da parte do questionário sobre práticas relativas a exigências internacionais quanto à verificação de "*suitability*" existentes nas normas da IOSCO e na regra 2.111 da FINRA. Os principais pontos que surgem desta análise são os seguintes:

- Em 9 dos 12 itens os respondentes se autoavaliaram como muito homogêneos (desvios-padrão reduzidos) e com alto padrão de aderência (médias e medianas elevadas) às práticas internacionais em questão;

- No item "O intermediário sempre efetua aos seus clientes recomendações de compra ou venda de ativos financeiros adequadas aos perfis dos

mesmos", o desvio-padrão um pouco mais elevado, a média um pouco inferior e a mediana no mesmo valor máximo possível são reflexo dos 9 intermediários que admitiram a sua não plena aderência a esta prática;

- Nos itens "Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera a sua idade" e "Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera o seu perfil tributário", os desvios-padrão ainda mais elevados, as médias ainda mais baixas e as medianas inferiores são reflexo dos 18 e dos 26, respectivamente, intermediários que admitiram a sua não plena aderência a estas práticas.

Em relação à única pergunta aberta desta parte do questionário, a análise de conteúdo dos dados obtidos revela que a imensa maioria dos intermediários respondentes não adota nenhuma outra prática de "*suitability*" além das práticas internacionais abordadas pelas demais perguntas e das previstas pela Instrução CVM nº 539. O único contraponto encontrado é que alguns intermediários informaram realizar o monitoramento contínuo do "*suitability*" numa frequência e de uma forma distintas e não previstas por nenhuma das duas.

2.4.4 Práticas para Fins de Captação e Atendimento de Clientes

A análise dos dados obtidos por meio das quatro perguntas da parte do questionário sobre as práticas em segmentação de investidores para fins de captação e atendimento de clientes revelam que:

- Os intermediários respondentes levam em conta as seguintes variáveis demográficas (relacionadas como alternativas na resposta à pergunta fechada) ao segmentar os seus clientes potenciais e atuais: estado civil (11 intermediários), gênero (11), histórico de consumo de produtos financeiros (51), idade (23), nível de renda (49), nível educacional (30) e ocupação profissional (32);

- A imensa maioria dos intermediários respondentes não adota nenhuma outra variável demográfica para fins de segmentação dos seus clientes

potenciais e atuais. Dentre os poucos intermediários que o fazem, a única variável adicional mencionada por mais de um intermediário (neste caso, por dois deles) é “momento de vida”;

- Os intermediários respondentes levam em conta as seguintes variáveis psicográficas (relacionadas como alternativas na resposta à pergunta fechada) ao segmentar os seus clientes potenciais e atuais: benefícios esperados (36 intermediários), conhecimento de finanças (35), valores pessoais (18), racionalidade (16), aversão a riscos (39), excesso de confiança (11) e otimismo (9). Nenhum intermediário declarou considerar a variável “atitudes financeiras e percepções”;

- A imensa maioria dos intermediários respondentes não adota nenhuma outra variável psicográfica para fins de segmentação dos seus clientes potenciais e atuais. Dentre os raros intermediários que o fazem, a única variável adicional mencionada por mais de um intermediário (neste caso, por dois deles) é “integridade / ética”.

2.5 Conclusões

A relevante questão do inerente conflito de interesses entre investidores e instituições financeiras – agravada pelo fato das instituições financeiras terem melhores informações sobre a adequação (“*suitability*”) de determinados produtos financeiros para seus clientes do que os próprios clientes – aparece em todos os estudos encontrados nos periódicos conceituados que foram pesquisados no âmbito desta pesquisa. Tal questão tem motivado uma tendência internacional de crescente regulamentação e fiscalização sobre verificação de “*suitability*”, a qual foi fortemente alavancada pela crise das hipotecas *subprime* que se originou nos EUA em 2007 e que a partir de 2008 se tornou a pior crise econômica mundial desde a década de 1930.

A necessidade desta regulamentação e fiscalização é evidenciada por diversos estudos, dentre os quais se destacam os que demonstram que investidores frequentemente recebem orientação financeira inadequada e optam por produtos

financeiros inferiores. O advento e o crescente uso de *robo-advisors* reforçam esta necessidade.

A regulamentação mundial fomentada pela IOSCO influenciou ações em diversos países, tais como nos EUA pela SEC e outros órgãos e no Brasil pela CVM na forma da Instrução CVM nº 539 de 13/11/2013 (posteriormente aprimorada pelas Instruções CVM nº 554/14 e 593/2017). Contudo, há claros sinais de que ainda persiste a necessidade de aprimoramentos, como por exemplo os preocupantes indicadores revelados pelo "Relatório Semestral de Supervisão Baseada em Risco" emitido pela CVM e referente ao período de julho a dezembro de 2018.

Os resultados da *survey* empreendida por este estudo, cuja representatividade é materializada pelo elevado índice de resposta obtido de 83,3% do universo de intermediários financeiros sujeitos à Instrução CVM nº 539, corrobora esta necessidade e revela possíveis oportunidades de melhoria.

A principal descoberta desta *survey* foi o fato de os intermediários respondentes apresentarem abrangências (variáveis demográficas e psicográficas consideradas) e profundidades (formas de medir cada variável) muito díspares em suas abordagens de verificação de "*suitability*". Isto claramente compromete a eficácia da regulação vigente. Talvez a mais promissora ação cabível para mitigar este problema – que não apenas prejudica os investidores, mas também confere vantagem competitiva indevida aos intermediários menos rigorosos nas suas práticas – seja a implementação da sugestão de muitos deles de que seja criado um método único a ser utilizado de forma uniforme por todo o mercado para a classificação de investidores e das suas preferências. Adicionalmente, isto poderia ensejar a autoavaliação pelos investidores, conforme sugerido por Kramer (2016), ao descobrir as limitações do fornecimento de orientações financeiras.

Uma futura pesquisa poderia buscar desenvolver e operacionalizar este método único de classificação de investidores, utilizando como base os resultados deste estudo e do modelo proposto por Deccax & Campani (2019). Tal método poderia ser um instrumento adicional e potencialmente útil para a CVM aperfeiçoar as práticas de verificação de "*suitability*" no Brasil, fomentando a adesão voluntária pelos intermediários ou regulamentando a sua adoção compulsória.

Quanto às práticas em segmentação de investidores para fins de captação e atendimento de clientes, os resultados desta *survey* mostram uma grande diversidade no emprego tanto de variáveis demográficas quanto de variáveis psicográficas. Adicionalmente, há um predomínio do seu uso limitado – sobretudo das variáveis psicográficas, cuja eficácia para fins de segmentação já foi evidenciado pelos diversos estudos analisados e citados por Deccax & Campani (2019) – e um potencial considerável para a sua expansão e sofisticação com o intuito de beneficiar tanto os intermediários financeiros quanto os próprios investidores.

Agradecimentos

Este estudo foi financiado em parte pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) - Código Financeiro 001.

Os autores gostariam de agradecer o apoio técnico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Professor Ricardo Pereira Câmara Leal – que lhes forneceram comentários significativos e úteis –, bem como os apoios financeiros da Cátedra de Pesquisa em Previdência da Brasilprev e da Escola Nacional de Seguros (ENS).

Apêndice A

Lista de Periódicos Acadêmicos Pesquisados no Âmbito deste Estudo

- American Economic Review.
- BAR – Brazilian Administration Review.
- BBR – Brazilian Business Review.
- Cadernos EBAPE-FGV.
- Decision Sciences.
- Econometrica.
- Games and Economic Behavior.
- International Journal of Bank Marketing.
- Journal of Banking and Finance.
- Journal of Behavioral and Experimental Economics.
- Journal of Behavioral Decision Making.
- Journal of Corporate Finance.
- Journal of Economic Behavior & Organization.
- Journal of Economic Literature.
- Journal of Economic Psychology.
- Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Journal of Financial Economics.
- Judgment and Decision Making.

- Organizational Behavior and Human Decision Processes.
- Personality and Individual Differences.
- Quarterly Journal of Economics.
- RAC – Revista de Administração Contemporânea.
- RAE – Revista de Administração de Empresas.
- RAUSP – Revista de Administração (FEA-USP).
- RBFIN – Revista Brasileira de Finanças: Brazilian Finance Review.
- Review of Financial Studies.
- The Journal of Finance.

Apêndice B

Instituições Respondentes à *Survey* Empreendida por este Estudo

#	Intermediário	Empregados no Brasil	Faturamento Anual no Brasil	Origem do Capital Social	Faz parte de um conglomerado financeiro?
1	Advalor Distribudora de Titulos e Valores Mobiliarios Ltda	5	R$ 322.959,69	Nacional	Não
2	Ágora CTVM	122	R$ 59.453.000,00	Nacional	Sim
3	ALFA CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	7	R$ 30.256.000,00	Nacional	Sim
4	AMARIL FRANKLIN CTV LTDA	25	R$ 5.944.910,27	Nacional	Não
5	Ativa Investimentos SA CTCV			Nacional	Não
6	Banco Mercantil do Brasil S.A.	2750	R$ 2.531.797.000,00	Nacional	Sim
7	Banco Votorantim S.A.		R$ 512.171.000,00	Nacional	Sim
8	Banrisul S.A. Corretora de valores Mobiliarios e Cambio		R$ 18.279.664,98	Nacional	Sim
9	BGC LIQUIDEZ DISTRIBUIDORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS LTDA	122	R$ 88.505.672,13	Estrangeira	Sim
10	Bradesco CTVM	201	R$ 492.851.000,00	Nacional	Sim
11	BRASIL PLURAL CCTVM S.A.	62	R$ 46.067.480,41	Nacional	Sim
12	BTG PACTUAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A			Nacional	Sim
13	CITIGROUP GLOBAL MARKETS BRASIL CCTVM S.A.	78	R$ 147.100.000,00	Estrangeira	Sim
14	CM Capital Markets Corretora de Câmbio e Títulos e Valores Mobiliários Ltda	127	R$ 53.985.256,58	Estrangeira	Sim
15	Codepe Corretora de Valores e Câmbio S.A.	20	R$ 35.288.727,00	Nacional	Não
16	COINVALORES CORRETORA DE CAMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA	100	R$ 24.659.407,00		
17	Concórdia S.A. Corretora de Valores Mobiliários, Câmbio e Commodities	108	R$ 51.064.724,01	Nacional	Não
18	CORRETORA GERAL DE VALORES E CAMBIO LTDA	26	R$ 11.667.065,14	Nacional	Não
19	CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A. CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	81	R$ 277.070.000,00	Nacional	Sim
20	DIBRAN DTVM LTDA	8	R$ 3.544.804,99	Nacional	Não
21	DILLON S/A DTVM	7	R$ 16.400.000,00	Nacional	Não
22	EASYNVEST - TÍTULO CORRETORA DE VALORES SA	230	R$ 90.000.000,00	Estrangeira	Não
23	elite corretora de cambio e valores mobiliários	82	R$ 14.934.963,82	Nacional	Não
24	FATOR SA - CORRETORA DE VALORES	18	R$ 16.256.000,00	Nacional	Sim
25	Genial Investimentos Corretora de Valores S.A.	205	R$ 58.265.493,01	Nacional	Sim
26	Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores	219	R$ 77.889.292,47	Nacional	Sim
27	H.COMMCOR DTVM LTDA	39	R$ 10.933.397,01	Nacional	Não
28	Haitong Banco de Investimento do Brasil S/A	83		Estrangeira	Sim
29	Hoya CVC LTDA	27	R$ 150.000,00	Nacional	Não
30	ICAP do Brasil CTVM Ltda.	44	R$ 44.862.755,21	Estrangeira	Sim
31	Inter DTVM Ltda	13		Nacional	Sim
32	INTL FCSTONE DISTRIBUIDORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS LTDA	27	R$ 12.988.596,40	Nacional	Sim
33	Itau Unibanco SA	99332	R$ 9.500.000.000,00	Nacional	Sim
34	MAGLIANO S.A CORRETORA DE CAMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS	40	R$ 10.000.000,00	Nacional	Não
35	MÁXIMA S/A CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS		R$ 524.032,84	Nacional	Sim
36	Merrill Lynch S/A Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	14	R$ 170.032.000,00	Estrangeira	Sim
37	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCVTM Ltda.	58	R$ 81.215.513,64	Nacional	Não
38	Modal Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA	122	R$ 5.783.000,00	Nacional	Sim
39	Morgan Stanley Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	91	R$ 181.170.000,00	Estrangeira	Sim
40	MUNDINVEST S/A CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIARIOS	14	R$ 6.368.836,95	Nacional	Não
41	Nova Futura CTVM Ltda.	60	R$ 36.703.203,09	Nacional	Não
42	NOVINVEST CORETORA DE VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	26	R$ 10.583.089,70	Nacional	Não
43	ORLA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIARIOS S.A	23	R$ 475.247,93	Nacional	Não
44	Ourinvest Distribuidora de Titulos e Valores Mobiliários S/A	45	R$ 31.848.000,00	Nacional	Sim
45	Planner Corretora de Valores S/A	136	R$ 50.214.430,35	Nacional	Sim
46	RB Capital Investimentos DTVM Ltda		R$ 1.018.000,00	Nacional	Não
47	RENASCENÇA DTVM LTDA	66	R$ 51.030.253,00	Nacional	Não
48	Safra Corretora de Valores e Câmbio Ltda			Nacional	Sim
49	SANTANDER CORRETORA DE CAMBIO E VALORES MOBILIARIOS S.A.	140	R$ 40.642.000,00	Nacional	Sim
50	SITA SCCVM S/A	26	R$ 14.575.486,64	Nacional	Não
51	SOCOPA - Sociedade Corretora Paulista S.A.	160	R$ 120.600.000,00	Nacional	Sim
52	Solidez CCTVM Ltda		R$ -	Nacional	Não
53	Spinelli S.A. Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio.	90	R$ 24.329.061,07	Nacional	Não
54	TERRA INVESTIMENTOS DTVM LTDA	88	R$ 27.500.000,00	Nacional	Não
55	Tullett Prebon Brasil CVC Ltda	117	R$ 44.042.000,00	Estrangeira	Sim
56	Um Investimentos S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	40	R$ 9.593.889,44	Nacional	Não
57	UNILETRA CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIARIOS S.A.	14	R$ 11.730.026,61	Nacional	Sim
58	VIC DTVM S.A			Nacional	Não
59	Walpires S/A Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários	50	R$ 11.002.691,62	Nacional	Não
60	XP Investimentos CCTVM S/A	1200	R$ 2.062.000.000,00	Nacional	Não

Apêndice C

Estatísticas Descritivas das Respostas a 18 Perguntas Fechadas da *Survey* sobre o Cumprimento da Instrução CVM N° 539

Item do Questionário	Número de Respondentes	Média	Mediana	Desvio Padrão
(1) O intermediário analisa para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539 o período em que os mesmos desejam manter os seus investimentos (art. 2º, § 1º, inciso I).	58	5,66	6,00	1,02
(3) O intermediário analisa, para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539, as preferências declaradas pelos mesmos quanto à assunção de riscos (art. 2º, § 1º, inciso II).	58	5,67	6,00	1,00
(5) O intermediário analisa, para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539, as finalidades dos seus investimentos (art. 2º, § 1º, inciso III).	58	5,62	6,00	1,02
(9) O intermediário analisa, para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539, o valor das receitas regulares declaradas pelos mesmos (art. 2º, § 2º, inciso I).	57	5,54	6,00	1,18
(10) O intermediário analisa, para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539, o valor e os ativos que compõem o patrimônio dos mesmos (art. 2º, § 2º, inciso II).	57	5,46	6,00	1,23
(11) O intermediário analisa, para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539, a necessidade futura de recursos declarada pelos mesmos (art. 2º, § 2º, inciso III).	57	5,60	6,00	1,03
(16) O intermediário analisa para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539 os tipos de produtos, serviços e operações com os quais os mesmos têm familiaridade (art. 2º, § 3º, inciso I).	57	5,67	6,00	0,99
(18) O intermediário analisa para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539 a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelos mesmos no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas (art. 2º, § 3º, inciso II).	57	5,53	6,00	1,04
(20) O intermediário analisa, para todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539, a formação acadêmica e a experiência profissional dos mesmos (art. 2º, § 3º, inciso III).	57	5,46	6,00	1,32
(23) O intermediário jamais recomenda produtos ou serviços ao cliente quando o perfil do cliente não é adequado ao produto ou serviço (art. 5º, inciso I).	57	5,72	6,00	0,98
(24) O intermediário jamais recomenda produtos ou serviços ao cliente quando não são obtidas as informações que permitem a identificação do perfil do cliente (art. 5º, inciso II).	57	5,65	6,00	1,01
(25) O intermediário jamais recomenda produtos ou serviços ao cliente quando as informações relativas ao perfil do cliente não estão atualizadas (art. 5º, inciso III).	57	5,68	6,00	0,98

Item do Questionário	Número de Respondentes	Média	Mediana	Desvio Padrão
(26) Sempre que um cliente contemplado pela Instrução CVM nº 539 ordena a realização de operações nas situações previstas nos incisos I a III do art. 5º da mesma, antes da primeira operação com a categoria de valor mobiliário, o intermediário alerta o cliente acerca da ausência ou desatualização de perfil ou da sua inadequação, com a indicação das causas da divergência (art. 6º, inciso I).	56	5,36	6,00	1,24
(27) Sempre que um cliente contemplado pela Instrução CVM nº 539 ordena a realização de operações nas situações previstas nos incisos I a III do art. 5º da mesma, antes da primeira operação com a categoria de valor mobiliário, o intermediário obtém declaração expressa do cliente de que está ciente da ausência, desatualização ou inadequação de perfil (art. 6º, inciso II).	57	5,28	6,00	1,19
(28) O intermediário sempre diligencia para atualizar as informações relativas ao perfil de todos os seus clientes contemplados pela Instrução CVM nº 539 em intervalos não superiores a 24 (vinte e quatro) meses (art. 8º, inciso I).	57	5,58	6,00	1,07
(29) O intermediário sempre procede a uma nova análise e classificação das categorias de valores mobiliários em intervalos não superiores a 24 (vinte e quatro) meses (art. 8º, inciso II).	57	5,47	6,00	1,23
(31) A minha percepção é de que os demais intermediários atuantes no mercado, de forma geral e baseando-me nas informações disponíveis, cumprem integralmente as regras aplicáveis e previstas na Instrução CVM nº 539.	57	4,37	5,00	1,01
(32) O intermediário cumpre integralmente as regras aplicáveis e previstas na Instrução CVM nº 539.	57	5,58	6,00	1,00

Apêndice D

Estatísticas Descritivas das Respostas a 12 Perguntas Fechadas da *Survey* sobre Práticas Relativas a Exigências Internacionais

Item do Questionário	Número de Respondentes	Média	Mediana	Desvio Padrão
(1) O intermediário sempre efetua aos seus clientes recomendações de compra ou venda de ativos financeiros adequadas aos perfis dos mesmos.	52	4,98	6,00	1,80
(2) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera o seu nível de renda.	52	5,35	6,00	1,38
(3) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera o seu patrimônio pessoal.	52	5,29	6,00	1,43
(4) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera os seus objetivos a serem alcançados através dos investimentos em questão.	52	5,42	6,00	1,24
(5) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera o seu nível de tolerância a risco.	52	5,52	6,00	1,23
(6) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera a sua carteira atual de investimentos.	52	5,29	6,00	1,27
(7) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera a sua idade.	52	3,96	4,50	1,94
(8) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera as suas necessidades financeiras.	52	5,33	6,00	1,28
(9) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera o seu perfil tributário.	51	3,22	4,00	1,99
(10) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera o seu nível de experiência como investidor.	52	5,40	6,00	1,27
(11) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera o horizonte de tempo do seu investimento.	52	5,38	6,00	1,25
(12) Na avaliação dos perfis dos seus clientes o intermediário sempre considera a sua necessidade de liquidez.	52	5,40	6,00	1,24

3º ARTIGO – PRÁTICAS DE VERIFICAÇÃO DE *SUITABILITY* EM INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO BRASIL E PROPOSIÇÃO DE UMA NOVA API (ANÁLISE DE PERFIL DO INVESTIDOR)

PRÁTICAS DE VERIFICAÇÃO DE *SUITABILITY* EM INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO BRASIL E PROPOSIÇÃO DE UMA NOVA API (ANÁLISE DE PERFIL DO INVESTIDOR)

RESUMO

A partir do estudo de casos múltiplos, esta pesquisa aprofundou a compreensão das práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil em verificação de "*suitability*" tanto para cumprimento da regulamentação quanto para captação e atendimento de clientes. Foi identificada uma ampla diversidade destas práticas, que a regulação atualmente vigente no país possui eficácia questionável, um leque de alternativas para aprimorar as normas atuais e um significativo potencial de aperfeiçoamento técnico e de incremento dos benefícios da verificação de "*suitability*". A conjugação destes resultados com os obtidos por pesquisas anteriores fundamentou a proposição neste estudo de uma nova API (Análise de Perfil do Investidor), a qual emprega variáveis psicográficas e demográficas numa abordagem híbrida cuja maior inovação é o uso da variável "racionalidade". Esta nova API poderá subsidiar uma futura revisão da Instrução CVM nº 539 e de outras normas nacionais e internacionais correlatas, além de contribuir para a evolução das técnicas de segmentação de investidores para fins comerciais utilizadas pelos intermediários financeiros.

Palavras-chave: Ciências Comportamentais, "*Suitability*" de Investidores, Captação de Clientes, Segmentação de Mercado, Comportamento do Consumidor.

3.1 Introdução

São basicamente dois os objetivos deste artigo. O primeiro consiste no aprofundamento da compreensão obtida por Deccax & Campani (2019b) das práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil em verificação de "*suitability*" (verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente), tanto para cumprimento da regulamentação quanto para captação e atendimento de clientes. O segundo e mais importante é a proposição de uma nova API (Análise de Perfil do Investidor) a partir da aplicação prática desta compreensão aprofundada neste estudo, alcançada através de estudos de casos, ao modelo conceitual de segmentação de investidores individuais proposto por Deccax & Campani (2019a).

Ao realizarem uma *survey* junto aos intermediários financeiros sujeitos à Instrução CVM nº 539, Deccax & Campani (2019b) ratificaram o conflito de interesses entre investidores e intermediários financeiros e, ainda mais relevante, identificaram uma ampla diversidade nas práticas de verificação de "*suitability*" no Brasil. Isto foi observado nas suas duas destinações (por exigência regulatória e para fins comerciais), sobretudo nesta última, mas com consequências potencialmente mais graves na primeira por reduzir a real efetividade da Instrução CVM nº 539.

Estes resultados motivaram o desenvolvimento desta pesquisa em parceria com a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), com o intuito de investigar as suas causas, os procedimentos detalhados, as prioridades, os desafios, as oportunidades de melhoria, os diferenciais, as similaridades e o nível de maturidade desta atividade dentro de alguns intermediários financeiros representativos do mercado e comparativamente entre os mesmos.

Ao conjugar os resultados alcançados por Deccax & Campani (2019b) e pelo presente estudo – ambos constituindo em conjunto uma análise tanto ampla quanto aprofundada das práticas de mercado – para aprimorar o modelo conceitual de segmentação de investidores individuais proposto por Deccax & Campani (2019a) – o qual representa uma inovação teórica calcada em estudos científicos publicados em periódicos conceituados –, esta pesquisa empírica busca se fundamentar em

teoria e prática para propor uma nova API.

Esta nova API poderá balizar o aperfeiçoamento das diretrizes da Instrução CVM nº 539 e de outras regulamentações referentes à verificação de "*suitability*". Além dos reguladores, os intermediários financeiros também poderão ser beneficiados em suas práticas com objetivos comerciais ao segmentarem de forma mais eficaz os investidores e, como consequência, poderem captar e atender os mesmos de forma mais efetiva e rentável. E os investidores individuais são os maiores beneficiários potenciais de uma nova API, pois poderão ser mais protegidos pela regulamentação, receber um atendimento melhor dos intermediários financeiros e aprimorarem as suas decisões de investimento ao conhecerem de forma mais adequada o seu próprio perfil.

3.2 Literatura

3.2.1 Segmentação de Investidores

A segmentação de investidores é um tema multidisciplinar por utilizar conhecimento e ser do interesse de várias áreas, especialmente de Finanças, Marketing e Psicologia. Há uma grande variedade de abordagens, porém relativamente poucos artigos acadêmicos foram encontrados nos periódicos aqui considerados – relacionados no Apêndice A e selecionados por relevância. Ambos os fatos sugerem tratar-se de um tema ainda em processo de maturação e, como tal, com oportunidades significativas para contribuições teóricas. Também foram considerados artigos de outros periódicos que não constam no Apêndice A, artigos estes que se mostraram relevantes pela sua relação (por meio de citações) com artigos previamente selecionados. Emergem da literatura encontrada dois tipos de variáveis empregadas na segmentação: as demográficas e as psicográficas.

As variáveis demográficas são relativas às características observáveis dos indivíduos tais como, por exemplo, "gênero", "idade" e "nível de renda". Como o comportamento do consumidor é induzido por estas variáveis, segundo Minhas & Jacobs (1996) estas são indicadores relevantes das suas necessidades. Já as

variáveis psicográficas referem-se aos aspectos psicológicos e comportamentais dos indivíduos e, portanto, não são diretamente observáveis. Em compensação, conforme destacado por Makgosa *et al*. (2016), estas variáveis determinam de forma direta o comportamento do consumidor.

As primeiras pesquisas de segmentação de clientes de serviços financeiros utilizavam tipicamente uma única variável (demográfica ou psicográfica) como, por exemplo, “idade” por Stanley *et al*. (1985). Este quadro foi sendo alterado à medida que novos estudos passaram a conjugar múltiplas variáveis, cristalizando uma clara tendência do uso conjunto de variáveis demográficas e psicográficas.

Muitas pesquisas seguiram esta tendência de empregar uma abordagem híbrida na segmentação de clientes. A Tabela 2 a seguir apresenta os artigos teóricos e empíricos encontrados com enfoque em diferentes mercados de serviços financeiros e evidencia que estudos focados na segmentação de investidores (tema desta pesquisa) são raros, havendo uma predominância de estudos que tratam de clientes de produtos bancários e financeiros em geral.

Tabela 2 - Estudos de Segmentação em Diferentes Mercados de Serviços Financeiros.

Mercado de Serviço Financeiro	Estudos
Investimentos	Keller & Siegrist (2006) e Deccax & Campani (2019a)
Planos de previdência	Gough & Sozou (2005)
Poupança	Makgosa *et al* . (2016)
Produtos bancários e financeiros	Harrison (1994), Alfansi & Sargeant (2000), Machauer & Morgner (2001) e Fünfgeld & Wang (2009)
Seguros	Ansell *et al* . (2007)

Ao nos restringirmos aos artigos empíricos (os quais utilizaram diferentes métodos de pesquisa) sobre a segmentação de clientes de serviços financeiros e analisarmos as variáveis demográficas e psicográficas empregadas com sucesso pelos mesmos, o quadro que encontramos é sumarizado pela Tabela 3 a seguir. Esta demonstra o crescimento ao longo do tempo no uso de abordagens híbridas de segmentação de clientes de serviços financeiros.

Tabela 3 - Variáveis Demográficas e Psicográficas Empregadas por Diferentes Estudos em Segmentação de Clientes de Serviços Financeiros.

	ARTIGO											
	Stanley *et al.* (1985)	Harrison (1994)	Minhas & Jacobs (1996)	Alfansi & Sargeant (2000)	Machauer & Morgner (2001)	Andronikidis & Dimitriadis (2003)	Keller & Siegrist (2006)	Ansell *et al.* (2007)	Fünfgeld & Wang (2009)	Foscht *et al.* (2010)	Muhamad *et al.* (2012)	Makgosa *et al.* (2016)
VARIÁVEIS DEMOGRÁFICAS												
Estado Civil								Usada				Usada
Etnia ou Cultura						Usada						
Gênero								Usada	Usada	Usada		
Histórico de Consumo		Usada					Usada	Usada				
Idade	Usada							Usada	Usada	Usada		
Nível de Renda												Usada
Nível Educacional									Usada			Usada
Ocupação				Usada						Usada		
VARIÁVEIS PSICOGRÁFICAS												
Atitudes Financeiras e Percepções							Usada		Usada			Usada
Benefícios			Usada	Usada	Usada						Usada	
Comportamentos, Intenções e Interesses							Usada			Usada		Usada
Conhecimento de Finanças		Usada										
Valores Pessoais							Usada				Usada	Usada

Deccax & Campani (2019a) propuseram um modelo conceitual de segmentação de investidores individuais baseado nos resultados alcançados por estudos anteriores em segmentação de clientes de serviços financeiros em geral, os quais demonstraram que a conjugação de variáveis psicográficas e demográficas é a mais promissora para a segmentação de investidores. Este modelo proposto contempla o uso das seguintes variáveis:

- **Demográficas:** “estado civil”, “gênero”, “histórico de consumo”, “idade”, “nível de renda”, “nível educacional” e “ocupação”;

- **Psicográficas:** “atitudes financeiras e percepções”, “benefícios”, “comportamentos, intenções e interesses”, “conhecimento de Finanças”, “valores pessoais”, “racionalidade”, “aversão a riscos”, “excesso de confiança” e “otimismo”.

As variáveis psicográficas “racionalidade”, “aversão a riscos”, “excesso de confiança” e “otimismo” não foram utilizadas em nenhum estudo anterior encontrado em segmentação de clientes de serviços financeiros. Esta inovação é justificada em Deccax & Campani (2019a) por serem conceitos fundamentais de Finanças Comportamentais – em especial “racionalidade”, pela sua notável capacidade de síntese da vulnerabilidade a um amplo universo de heurísticas e de vieses – cuja relevância no comportamento decisório de indivíduos já foi demonstrada, por

exemplo, por Stanovich (2011).

3.2.2 Verificação de "*Suitability*"

A verificação de "*suitability*", tanto por exigência regulatória quanto para fins comerciais, possui algumas questões centrais. O seu objetivo maior é viabilizar a oferta de produtos, serviços e operações adequados ao perfil de cada cliente de serviços financeiros, além de minimizar o risco de ofertas inadequadas. A crescente regulamentação e fiscalização nacional e internacional foca neste segundo objetivo e decorre de outro aspecto crucial e que é objeto de pesquisas em Economia e Finanças: o inerente conflito de interesses entre investidores e instituições financeiras.

Os principais aspectos e resultados dos estudos encontrados sobre estes e outros tópicos relevantes quanto à verificação de "*suitability*" são sumarizados na Tabela 4 a seguir.

Tabela 4 - Estudos sobre Verificação de Suitability.

Estudo	Principais Aspectos e Resultados
Mehran & Stulz (2007)	(1) Pesquisas analisadas não alcançam consenso quanto ao reflexo nos retornos financeiros dos clientes orientados de forma enviesada por instituições financeiras. (2) Via análise econômica mostram que conflitos de interesse são a regra quando os custos de contratação são elevados e há assimetria de informação.
Bolton *et al*. (2007)	(1) Ponderam que a assimetria de informação entre clientes e instituições financeiras quanto à adequação ("*suitability*") de produtos financeiros aos clientes é desfavorável a estes. (2) Demonstraram por meio de um modelo teórico que conflitos de interesse podem enviesar orientações fornecidas por instituição financeiras e recebidas por clientes quando estes não possuem capacidade de avaliar a adequação destas orientações. (3) Alegam que os conflitos de interesse podem ser contornados em mercados com elevada competição e consolidação.
Hackethal *et al*. (2012)	(1) Identificaram que investidores mais ricos, mais velhos, mais experientes e do sexo feminino tendem a receber, a pedido ou não, mais orientações de especialistas financeiros. (2) Constataram que os investidores orientados por especialistas financeiros obtiveram, na média, resultados inferiores em termos de rentabilidade e de relação entre risco e retorno.
Kramer (2016)	(1) Identificou que clientes que acreditam possuir maior conhecimento de Finanças, sem necessariamente o possuir, são menos inclinados a buscar orientação especializada. (2) Não encontrou nos clientes relação alguma entre efetivo conhecimento de Finanças e busca por orientação especializada, o que é preocupante pois clientes com menor conhecimento deveriam procurar por mais ajuda.
Guterman (2017)	Constatou que os *robo-advisors* não seguiam plenamente as diretrizes da CVM referentes à "*suitability*".
Egan (2019)	(1) Evidenciou que investidores tendem a escolher produtos com desempenho inferior. (2) Concluiu que assimetrias de informação não são o bastante para justificar tal propensão, levantando a possibilidade de que a divergência entre os incentivos financeiros de corretores e de investidores (taxas cobradas e retornos obtidos, respectivamente) deva ser considerado como uma causa adicional. (3) Os resultados obtidos pela sua pesquisa convergem com os de muitas outras analisadas, levando à constatação de que o conflito de interesses é algo predominante nos mercados financeiros.

Com origem na crise das hipotecas *subprime* que atingiu os EUA em 2007, a crise mundial de 2008 – a segunda mais grave desde o século XX – suscitou um movimento internacional e com reflexos no Brasil de ampliar e aprimorar a regulamentação e fiscalização nos mercados financeiros em geral. Isto inclui a verificação de "*suitability*" e o marco inicial desta tendência mundial foi o relatório publicado em 2008 pelo BIS (*Bank for International Settlements*) que constatou na ocasião uma significativa heterogeneidade de diretrizes regulatórias relativas à verificação de "*suitability*" de investidores individuais – isto tanto entre em países quanto entre setores financeiros distintos. Como desdobramento, o BIS orientou as diversas agências regulatórias dentro de cada país a buscarem uma convergência nas suas diretrizes para mitigar o risco de agentes do mercado tirarem proveito destas discrepâncias encontradas (CUSTOMER..., 2019).

A IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), por sua vez, publicou uma série de relatórios e de resoluções sobre este tema: dois relatórios

intitulados "*Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products*" (em 2012 e 2013); o relatório intitulado "*Update to the report on the IOSCO automated advice tools survey*" (em 2016); e a resolução intitulada "*IOSCO objectives and principles of securities regulation*" (em 2017).

Todos estes documentos publicados pela IOSCO buscaram mapear, analisar e divulgar as questões mais relevantes quanto à verificação de "*suitability*" em dezenas de países representativos da economia mundial, recomendar princípios a serem seguidos (como, por exemplo, a prática de "classificação de clientes") e alertar sobre riscos emergentes (como, por exemplo, serviços automatizados de aconselhamento financeiro).

Nos Estados Unidos, principal mercado financeiro do mundo, a SEC (*Securities and Exchange Commission*) é o órgão regulador do mercado mobiliário e constitui uma referência para muitos órgãos reguladores de outros países. Todavia, o ambiente regulatório americano é peculiar, pois as organizações autorreguladoras desempenham um papel relevante, inclusive sobre a verificação de "*suitability*", que é tratada pela regra 2.111 da FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*).

A SEC emitiu em 2019 a "*Regulation Best Interest*", que passou a obrigar também os corretores a atuarem segundo o "melhor interesse" dos seus clientes individuais. Isto representou um avanço por estender a corretores o chamado "padrão fiduciário", já aplicável anteriormente a consultores financeiros e superior ao anterior "padrão de *suitability*" para recomendações relativas a valores mobiliários. Todavia, de acordo com O´Brien (2019), isto ainda não é suficiente para eliminar os conflitos de interesse.

A CVM possui no Brasil um papel análogo ao da SEC, mas atuando num ambiente regulatório no qual as organizações autorreguladoras não desfrutam da mesma proeminência. A verificação de "*suitability*" é regulada pela Instrução CVM nº 539 de 13/11/2013 (posteriormente aprimorada pelas Instruções CVM nº 554/14 e 593/2017) e, conforme mencionado por Prado *et al*. (2016), assim como em muitas outras normas a CVM inspirou-se nas diretrizes preconizadas pela IOSCO.

A classificação prévia tanto dos investidores individuais quanto das categorias de produtos oferecidas pelos intermediários financeiros e a adequação e

compatibilidade de recomendações pelos mesmos de produtos ao perfil de cada investidor é a exigência principal da Instrução CVM nº 539. A CVM monitora o seu cumprimento e detalhou em seu “Relatório Semestral de Supervisão Baseada em Risco” referente ao período de julho a dezembro de 2018 diversas análises e ações de fiscalização relativas, entre outras, à norma de “*suitability*”. Fica evidente que ainda persistem descumprimentos à regulação num nível que exige atenção, tal como o índice encontrado de 35% de investidores com o seu perfil desatualizado, não identificado ou “desenquadrado” (incompatível). Para enfrentar este quadro, a CVM planeja elevar o valor das multas e a agilidade do julgamento de infrações e da aplicação de penalidades, inclusive no que tange à Instrução CVM nº 539 (PAVINI, 2019).

Deccax & Campani (2019b), por meio de uma *survey* que foi respondida por 60 dos 72 intermediários financeiros sujeitos à Instrução CVM nº 539, ratificam esta necessidade de aprimoramento da qual a CVM está consciente e também descortina possíveis ações neste sentido (não apenas na verificação de “*suitability*” por exigência regulatória, mas igualmente para fins comerciais):

- Reduzir a heterogeneidade na aplicação da norma pelos intermediários financeiros, o que compromete a sua eficácia e pode proporcionar vantagem competitiva indevida àqueles menos rigorosos no seu cumprimento. Uma possibilidade é a imposição pela CVM de um método padronizado e compulsório de classificação de investidores, alternativa esta sugerida por vários respondentes na *survey*;

- Conforme proposto por Kramer (2016), fomentar a autoavaliação pelos investidores e também conscientizá-los de que investir de acordo com o seu perfil é, acima de tudo, do seu próprio interesse;

- No que tange às práticas comerciais da verificação de “*suitability*”, aperfeiçoar os métodos atualmente utilizados através da ampliação do uso de variáveis demográficas e, sobretudo, psicográficas com a finalidade de incrementar a eficácia dos seus resultados.

3.3 Metodologia

Visando alcançar os seus dois objetivos – aprofundar a compreensão das práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil em verificação de "*suitability*" e propor uma nova API –, esta pesquisa empregou o estudo de casos múltiplos. De acordo com os preceitos de Yin (2015), o uso de casos múltiplos permite desenvolver proposições teóricas mais vigorosas do que as oriundas de um único caso. Portanto, na taxonomia preconizada por Creswell (2017) esta pesquisa pode ser classificada como sendo qualitativa e exploratória.

Um aspecto metodológico que merece ser destacado foi o intenso envolvimento da CVM desde a concepção desta pesquisa e também durante a mesma. Isto configura conformidade, em seus meios e nos seus fins, com a essência do conceito de "*engaged scholarship*" preconizado por Van de Ven (2007) e possui como objetivo maior produzir conhecimento que seja relevante tanto para a Ciência quanto para os "praticantes" (neste caso, que atuam em órgãos reguladores, em intermediários financeiros e no mercado financeiro como investidores).

Foi elaborado um roteiro de entrevistas semi-estruturadas a partir de uma revisão bibliográfica focada nos temas balizadores desta pesquisa: segmentação de investidores e verificação de "*suitability*". Este roteiro serviu de referência para as entrevistas realizadas, as quais não se limitaram ao mesmo com o intuito de permitir o surgimento espontâneo e a exploração de outros tópicos relevantes.

O roteiro de entrevistas foi constituído por perguntas relativas a tópicos prioritários para investigar as práticas dos intermediários financeiros em verificação de "*suitability*" para fins de cumprimento regulatório e para fins comerciais: perfil da empresa; perfil dos investidores; procedimentos; crítica e análise dos dados obtidos; dificuldades; diferenciais; oportunidades de melhoria (inclusive na Instrução CVM nº 539); resultados; importância da segmentação de investidores (também nos concorrentes); similaridades e divergências com o mercado; e nível de maturidade da empresa e do mercado brasileiro como um todo na atividade de segmentação.

A escolha dos quatro intermediários financeiros para a realização do estudo de casos múltiplos desta pesquisa foi realizada em conjunto com a CVM e levou em

conta os seguintes critérios: representatividade de cada empresa em cada um dos segmentos relevantes do universo de intermediários financeiros sujeitos à Instrução CVM nº 539; resultados da *survey* realizada por Deccax & Campani (2019b); e histórico de cada empresa no cumprimento à Instrução CVM nº 539.

Os quatro intermediários financeiros selecionados foram convidados pela CVM, por meio de ofício, a participarem de forma voluntária. Neste ofício foi assegurada plena confidencialidade aos intermediários participantes (ou seja, sem identificação pública e individualizada das empresas participantes e dos executivos entrevistados) e também que nenhuma ação de fiscalização ou de punição seria tomada a partir das informações obtidas durante as entrevistas.

Todos os quatro intermediários aceitaram o convite e o seu perfil é apresentado de forma resumida na Tabela 5 a seguir na ordem em que as entrevistas ocorreram e mantendo a confidencialidade supracitada.

Tabela 5 - Perfil dos Intermediários Participantes.

Intermediário Financeiro	Natureza	Empregados no Brasil	Faturamento Anual no Brasil	Origem do Capital Social	Faz parte de um conglomerado financeiro?
1	Corretora	Até 100	Até R$ 20 milhões	Nacional	Não
2	Banco	Mais de 50 mil	Mais de R$ 5 bilhões	Nacional	Sim
3	Corretora	Mais de 100 até 500	Mais de R$ 20 milhões até R$ 100 milhões	Nacional	Sim
4	Corretora	Mais de 100 até 500	Mais de R$ 100 milhões até R$ 500 milhões	Nacional	Sim

As entrevistas em profundidade foram realizadas nos escritórios dos próprios intermediários financeiros, contando sempre com a participação de executivos direta ou indiretamente relacionados à verificação de "*suitability*" e com os seguintes cargos:

- **Intermediário Financeiro 1:** o presidente, um diretor e um coordenador;
- **Intermediário Financeiro 2:** dois superintendentes, um gerente e um especialista;

- **<u>Intermediário Financeiro 3</u>:** o presidente, um diretor e uma gerente;
- **<u>Intermediário Financeiro 4</u>:** um superintendente, três gerentes e dois analistas.

Todas as entrevistas foram gravadas e seu conteúdo integralmente transcrito. A análise destas transcrições empregou o método de Análise Qualitativa de Conteúdo, o que possibilitou a adequada interpretação do seu conteúdo conforme preceitos de Hsieh & Shannon (2005).

3.4 Resultados

Todas as transcrições foram devidamente analisadas e temas relevantes foram agregados em tópicos. Cada tópico a seguir é detalhado em seus aspectos constituintes mais significativos.

3.4.1 Tópicos Relativos à Verificação de "*Suitability*" por Exigência Regulatória

3.4.1.1 – Procedimentos para cumprimento da Instrução CVM nº 539

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Os intermediários financeiros adotam procedimentos para cumprir a Instrução CVM nº 539, sendo que um único intermediário entende que os seus procedimentos superam as exigências da norma;
- Cada intermediário desenvolveu o seu próprio questionário (API) bem como os métodos de ponderação, de pontuação das questões e de categorização dos investidores respondentes;
- Os intermediários declaram não ofertarem, conforme exigido pela norma, produtos (investimentos) inadequados aos investidores e monitorarem os

“desenquadramentos”, impondo um termo de aceite sempre que o investidor deseja operar com um produto incompatível com o seu perfil;

- O intermediário que alega superar as exigências da norma justifica este entendimento mencionando que adota dois procedimentos não exigidos pela mesma: além do questionário de “*suitability*” preenchido pelo cliente, para a definição do seu perfil é levado também em conta o seu histórico de relacionamento (de operações, inclusive) dentro do intermediário financeiro; e emprega uma “visão portfólio" (na qual a conta de cada cliente é tratada como uma “carteira”) conjugada a uma “visão produto" (conjunto de produtos restritos, que não podem ser recomendados para determinados perfis de clientes).

3.4.1.2 – Atuação do intermediário financeiro em renda variável e em renda fixa

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Os intermediários financeiros apresentam carteiras muito heterogêneas, operando em percentuais variáveis de renda variável (ações, sobretudo) e de renda fixa, a depender do seu posicionamento de mercado e do perfil dos seus clientes;

- Um dos intermediários, cujo volume investido é de cerca de 90% em bolsa de valores, está buscando ampliar a sua oferta de produtos de renda fixa.

3.4.1.3 – Distribuição dos perfis dos investidores

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Os intermediários financeiros criaram categorias próprias para classificar os investidores, variando de três a cinco categorias mas com

terminologias quase que coincidentes (“conservador”, “intermediário”, “arrojado” e “agressivo” são os termos mais frequentes);

- Há uma considerável concentração percentual de investidores classificados como “arrojados” ou “agressivos” (ou seja, com menor aversão a risco), à exceção do único banco da amostra. Neste, os classificados como “agressivos” são apenas 7,5% dos investidores e os demais se distribuem de forma quase homogênea entre as três categorias restantes;

- Neste banco, acredita-se que há espaço para os investidores assumirem mais risco dentro dos seus perfis, sobretudo com a mudança atual da relação risco/retorno no mercado brasileiro como um todo em função, principalmente, do novo e reduzido patamar da taxa SELIC.

3.4.1.4 – Validação dos dados fornecidos pelos investidores

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Nenhum dos intermediários financeiros valida os dados fornecidos pelos investidores através das respostas à API;

- A maioria dos intermediários só questiona o investidor quanto às suas respostas à API quando, posteriormente, observa o mesmo operando com produtos “desenquadrados” do seu perfil;

- Visando mitigar a dependência das respostas dos investidores à API para a classificação do seu perfil, um dos intermediários conjuga estas respostas com o histórico de relacionamento (operações, inclusive) do investidor dentro do intermediário financeiro;

- Alguns dos executivos entrevistados acreditam que muitos investidores distorcem as suas respostas à API por não gostarem de "burocracia", para terem liberdade para operar e por temerem fornecer informações

"sensíveis".

3.4.1.5 – Dificuldades no cumprimento da Instrução CVM nº 539

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Há uma diversidade imensa de relatos dos intermediários financeiros sobre as dificuldades vivenciadas, resultando desde uma visão totalmente negativa sobre a norma até a opinião diametralmente oposta (de que a mesma é um benefício para o mercado). Neste último caso, o entrevistado complementou que acredita que a norma atende bem às necessidades dos investidores e que a ANBIMA facilitou o seu cumprimento ao prover diretrizes complementares;

- Vários intermediários percebem que muitos investidores não enxergam benefício na norma e, na visão de um dos entrevistados, os investidores deveriam receber mais educação financeira e serem conscientizados sobre importância de se investir conscientemente. Um entrevistado de outra empresa afirmou que a norma facilitou o diálogo entre o intermediário e os seus clientes. Num terceiro intermediário, os desgastes com investidores decorrentes da aplicação da norma foram reduzidos após a empresa persistir em ações de esclarecimento;

- Um problema relatado é a falta de uniformidade do mercado na classificação do perfil de cada investidor, o que foi mitigado pela nova diretriz da ANBIMA. Uma possível melhoria adicional seria criar uma API padrão para o mercado;

- Outros problemas são o imediatismo (viés do presente) e o baixo nível médio de conhecimento de Finanças, com o investidor focando basicamente no curto prazo e na rentabilidade e não dando a devida atenção ao risco e à liquidez. Em várias situações isto gera desgaste entre o investidor e o intermediário, tipicamente quando o investidor sofre

perdas;

- A norma não considera o "portfólio" dos investidores, criando assim um empecilho indevido para que os mesmos façam investimentos cujos riscos sejam diluídos em suas carteiras;

- O alerta prévio exigido pela norma é inviável quando o investidor utiliza via intermediário um sistema da bolsa de valores ou de fornecedor externo, pois o intermediário não tem como parametrizar estes sistemas para que cumpram tal requisito.

3.4.1.6 – Oportunidades de melhoria na Instrução CVM nº 539

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Um único entrevistado manifestou a opinião de que o melhor seria simplesmente extinguir a norma;

- Um número expressivo de oportunidades de melhoria são vislumbradas pelos intermediários financeiros, algumas delas conflitantes entre si:

    1. Desenvolver API (questionário) única criada pela CVM;

    2. A aplicação da norma ser mais corretiva do que preventiva, não vetando previamente operações, mas instituindo instrumentos para monitoramento das mesmas e ações corretivas pelos intermediários junto aos investidores;

    3. A CVM tornar a norma mais diretiva para aumentar a padronização na classificação dos perfis dos investidores, mas cabendo a ressalva de que há um *trade-off* entre padronização de análise de "*suitability*" e a diferenciação dos intermediários na forma como fazem a "curadoria" dos clientes;

    4. Flexibilizar a aplicação da norma para que a mesma seja mais

efetiva na compreensão do perfil dos investidores, e não como um instrumento (como é hoje, na opinião dos respondentes) no qual os intermediários apenas buscam "se defender da CVM";

5. A CVM aprimorar a fiscalização, não negligenciando intermediários de menor porte, mas que somados podem gerar um risco sistêmico para o mercado;

6. A norma incorporar a avaliação da "miopia" do investidor, ou seja, da sua "racionalidade" e do seu "conhecimento de Finanças";

7. A norma criar formas de medir melhor dimensões como "aversão a risco" (pois investidores têm dificuldade em responder de forma apropriada) e incentivar o uso de variáveis mais "concretas" como "momento de vida", "objetivos", "estabilidade da renda", "fontes de renda", etc;

8. Considerar de alguma forma, talvez por meio de um cadastro único no Banco Central, a carteira completa de investimentos do cliente no mercado sem depender que ele forneça voluntariamente esta informação a cada intermediário no qual ele opera;

9. Permitir que os intermediários utilizem o histórico de operações do investidor para traçar o seu perfil e validar o resultado com o mesmo;

10. A norma refletir melhor a diversidade de tecnologias e de canais pelos quais o mercado opera.

3.4.2 Tópicos Relativos à Verificação de “*Suitability*” para Fins Comerciais

3.4.2.1 – Procedimentos para segmentação de potenciais clientes

Este tópico é derivado do seguinte aspecto manifestado pelos executivos entrevistados:

- Nenhum dos intermediários financeiros desenvolveu ou utiliza uma metodologia estruturada especificamente para segmentação de potenciais investidores.

3.4.2.2 – Procedimentos para segmentação de clientes atuais

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Os intermediários financeiros apresentam práticas muito distintas quanto à segmentação de clientes atuais, sendo que dois deles simplesmente não realizam nenhum procedimento;

- Um dos intermediários utiliza a API para fins de "*suitability*" como base para abordar cada cliente de forma diferenciada. Além da API, este "modelo de propensão de vendas de investimento" também leva em conta a carteira atual do cliente no intermediário e também qual seria a "carteira ideal" em função do perfil identificado pela API;

- Outro intermediário relatou as seguintes características e procedimentos:

    1. Foi percebendo com o tempo a necessidade de segmentar comercialmente os investidores;

    2. Segmenta há algum tempo os investidores quanto ao seu processo decisório baseando-se num artigo não científico do Boston Consulting Group (BCG) que divide os investidores entre "validadores", "delegadores" e "autodirecionados";

    3. Este intermediário conjuga a segmentação inspirada no BCG com o perfil de risco de cada investidor (ou seja, gerado pela API para fins de "*suitability*"), além de outras variáveis que têm sido exploradas (uso de canais do banco, fontes de renda, etc.) e

fontes de informações (redes sociais, vocabulário do investidor, etc.);

4. A segmentação resultante (tendendo a uma "microssegmentação") baliza ações de comunicação e de atendimento (abordagem e tipo de assessoria) aos investidores.

3.4.2.3 – Resultados da segmentação de clientes atuais

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Os intermediários financeiros que realizam a segmentação de clientes atuais têm auferido os seguintes resultados:

    1. Elevado nível de satisfação dos clientes (sem reclamações na CVM e na sua ouvidoria) e maior resiliência financeira dos mesmos;

    2. Um atendimento e uma comunicação mais eficazes com os clientes, os quais tendem a ficar mais satisfeitos, fiéis à instituição e a investir mais na mesma. Em suma, a instituição se torna um "*player*" mais competitivo.

3.4.2.4 – Importância para o negócio da segmentação de clientes potenciais e atuais

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Todos os intermediários financeiros consideram, em graus variáveis, a segmentação de clientes como algo importante;

- Um dos intermediários considera muito importante pelo aspecto comercial, ao aumentar a satisfação do cliente e reduzir os desgastes

com o mesmo;

- O intermediário que atribui o maior nível de importância à segmentação é um banco cujos entrevistados relataram que:

    1. O intermediário encara a segmentação como algo estratégico e investe para avançar ainda mais nesta atividade;

    2. Há dois níveis de segmentação no banco: uma "macrossegmentação" por nível de renda e de investimento e uma "microssegmentação", a qual tem ganhado peso e tem se sofisticado cada vez mais com a consideração de inúmeras variáveis;

    3. Há na instituição um grupo de trabalho cuja atividade é estudar permanentemente o comportamento dos clientes para aprimorar a "microssegmentação".

3.4.2.5 – Oportunidades de melhoria na segmentação de clientes potenciais e atuais

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Todos os intermediários que não realizam segmentação para fins comerciais consideram que passar a fazê-la poderia trazer benefícios;

- Todos os intermediários que já realizam a segmentação consideram que o uso mais intenso e sofisticado de tecnologia – como p.ex. *Big Data* (inclusive de dados externos), geolocalização, etc. – pode aprimorar esta prática;

- O intermediário cujas práticas de segmentação são as mais sofisticadas vislumbra as seguintes oportunidades adicionais de melhoria:

    1. Depender menos de questionário respondido pelo investidor, em função da dificuldade de medir certos aspectos (tolerância a

risco, p.ex.) através de perguntas diretas;

2. Combinar questionário com outras fontes de informações através de *Big Data*.

3.4.2.6 – Comparação entre intermediário e seus concorrentes na segmentação de clientes potenciais e atuais

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Um dos intermediários que segmenta os clientes acredita que se encontra um pouco acima da média do mercado em termos de práticas de segmentação de clientes, com viés conservador ao classificar e se relacionar com os clientes;
- O outro intermediário que realiza a segmentação se considera no grupo de instituições que segmenta melhor os investidores, conseguindo identificar *clusters* mais consistentes. Uma das principais razões é o fato de obterem também informações de outras fontes, além do próprio investidor.

3.4.2.7 – Percepção sobre o mercado brasileiro quanto à segmentação de clientes potenciais e atuais

Este tópico é derivado do agrupamento dos seguintes aspectos manifestados pelos executivos entrevistados:

- Os intermediários financeiros que não realizam segmentação acreditam que as corretoras menores trabalham mais a segmentação e um destes intermediários tem conhecimento de que algumas *fintechs* estão investindo em segmentação via uso de inteligência artificial;
- Um dos intermediários que segmenta os clientes considera que o

mercado brasileiro quanto à segmentação de clientes era “medíocre” há pouco tempo atrás, mas atualmente se encontra em um estágio mediano e continua avançando;

- O intermediário cujas práticas de segmentação são as mais sofisticadas entende que o mercado brasileiro quanto à segmentação de clientes:

    1. É muito heterogêneo, havendo instituições que levam muito a sério e outras que flexibilizam as suas práticas indevidamente para aumentar as vendas;

    2. Tanto a regulação como a autorregulação relativas à verificação de “*suitability*” e, principalmente as duas em conjunto, estão perto do que é o melhor possível do que se tem a fazer;

    3. Tem potencial para avançar, sobretudo no uso da tecnologia, na captura dos dados e na consideração dos vieses comportamentais.

3.5 Práticas de Verificação de *Suitability* e Proposição de uma Nova API

Os resultados obtidos pelo método de Análise Qualitativa de Conteúdo são consolidados nas tabelas 6 e 7 a seguir.

Tabela 6 - Tópicos e Aspectos Principais da Verificação de “Suitability” por Exigência Regulatória.

Tópico	Aspectos Principais
Procedimentos para cumprimento da Instrução CVM nº 539	(1) Os intermediários financeiros adotam procedimentos muito variados para cumprir a norma, inclusive com questionários (APIs) próprios no seu teor e na forma de analisar os dados obtidos com os mesmos. (2) No único intermediário que alega superar as exigências da norma, além da API também são considerados o histórico de relacionamento, uma “visão portfólio" e uma “visão produto".
Atuação do intermediário financeiro em renda variável e em renda fixa	Os intermediários financeiros apresentam carteiras muito heterogêneas, operando em percentuais variáveis de renda variável (ações, sobretudo) e de renda fixa.
Distribuição dos perfis dos investidores	(1) Os intermediários financeiros criaram categorias próprias para classificar os investidores, variando de três a cinco categorias mas com terminologias quase que coincidentes. (2) Há uma considerável concentração percentual de investidores classificados como “arrojados” ou “agressivos” (ou seja, com menor aversão a risco), à exceção do único banco da amostra.
Validação dos dados fornecidos pelos investidores	(1) Nenhum dos intermediários valida os dados fornecidos pelos investidores através das respostas à API. (2) Há uma percepção de que muitos investidores distorcem as suas respostas à API por não gostarem de "burocracia", para terem liberdade para operar e por temerem fornecer informações "sensíveis".
Dificuldades no cumprimento da Instrução CVM nº 539	(1) Há uma diversidade imensa nas dificuldades vivenciadas, resultando desde uma visão totalmente negativa sobre a norma até a opinião diametralmente oposta (de que a mesma é um benefício para o mercado). (2) Metade dos intermediários declarou ter colhido benefícios no relacionamento com os clientes ao aplicar a norma. (3) Vários intermediários percebem que muitos investidores não enxergam benefício na norma. (4) É percebida uma falta de uniformidade do mercado na classificação do perfil de cada investidor, o que foi mitigado pela nova diretriz da ANBIMA. (5) A norma não considera o "portfólio" dos investidores, criando um empecilho indevido para que os mesmos façam investimentos cujo risco seja diluído na sua carteira.
Oportunidades de melhoria na Instrução CVM nº 539	(1) Desenvolver API (questionário) única criada pela CVM ou, pelo menos, a CVM tornar a norma mais diretiva para aumentar a padronização na classificação dos perfis dos investidores. (2) Reavaliar a aplicação da norma, possivelmente a tornando mais corretiva do que preventiva e flexibilizá-la para ser mais efetiva na compreensão do perfil dos investidores. (3) A norma criar formas de medir melhor dimensões como "aversão a risco" e incorporar a avaliação de novas variáveis relativas ao investidor, tais como "racionalidade", "conhecimento de Finanças", "momento de vida", "objetivos", "estabilidade da renda", "fontes de renda", etc. (4) Considerar, de alguma forma, a carteira completa de investimentos do cliente no mercado. (5) A norma refletir melhor a diversidade de tecnologias e de canais pelos quais o mercado opera.

Tabela 7 - Tópicos e Aspectos Principais da Verificação de “Suitability” para Fins Comerciais.

Tópico	Aspectos Principais
Procedimentos para segmentação de potenciais clientes	Nenhum dos intermediários financeiros desenvolveu ou utiliza uma metodologia estruturada especificamente para segmentação de potenciais investidores.
Procedimentos para segmentação de clientes atuais	(1) Os intermediários financeiros apresentam práticas muito distintas quanto à segmentação de clientes atuais, sendo que dois deles simplesmente não realizam nenhum procedimento. (2) Os intermediários que segmentam clientes atuais utilizam a API que desenvolveram para fins de "*suitability*" como base, agregando também às suas análises outras fontes de informações (redes sociais, vocabulário do investidor, etc.) e outras variáveis ("carteira atual do cliente", "processo decisório", "uso de canais do intermediário", "fontes de renda", etc.).
Resultados da segmentação de clientes atuais	(1) Elevados níveis de satisfação e de fidelização dos clientes e maior resiliência financeira dos mesmos, resultando em ganho de competitividade para o intermediário. (2) Um atendimento e uma comunicação mais eficazes com os clientes.
Importância para o negócio da segmentação de clientes potenciais e atuais	(1) Todos os intermediários financeiros consideram, em graus variáveis, a segmentação de clientes como algo importante. (2) Um dos intermediários encara a segmentação como algo estratégico e investe para avançar ainda mais nesta atividade, possuindo um grupo de trabalho cuja atividade é estudar permanentemente o comportamento dos clientes.
Oportunidades de melhoria na segmentação de clientes potenciais e atuais	(1) Todos os intermediários que não realizam segmentação para fins comerciais consideram que passar a fazê-la poderia trazer benefícios. (2) Todos os intermediários que já realizam a segmentação consideram que o uso mais intenso e sofisticado de tecnologia – como p.ex. *Big Data* (inclusive de dados externos), geolocalização, etc. – pode aprimorar esta prática.
Comparação entre intermediário e seus concorrentes na segmentação de clientes potenciais e atuais	Um dos intermediários que segmenta os clientes acredita que se encontra um pouco acima da média do mercado em termos de práticas de segmentação de clientes e o outro se considera no grupo de instituições que segmenta melhor.
Percepção sobre o mercado brasileiro quanto à segmentação de clientes potenciais e atuais	Há uma diversidade de percepções sobre a maturidade do mercado brasileiro, havendo uma predominância da visão de que o mesmo é muito heterogêneo, tem evoluído e possui potencial para avançar ainda mais (sobretudo, conforme vislumbrado por um dos intermediários, no uso da tecnologia, na captura dos dados e na consideração dos vieses comportamentais).

Com estas descobertas, foi alcançado o primeiro objetivo deste estudo: o aprofundamento da compreensão obtida por Deccax & Campani (2019b) das práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil em verificação de “*suitability*” para ambas as finalidades (*compliance* e comercial). Este aprofundamento se desdobrou de três formas.

A primeira delas se deu pela corroboração de dois dos seus resultados mais relevantes: o conflito de interesses entre investidores e intermediários financeiros e uma ampla diversidade nas práticas de verificação de “*suitability*” no Brasil. A segunda foi por não apenas reiterar, mas, principalmente, por também esmiuçar e complementar os seguintes resultados alcançados por Deccax & Campani (2019b):

- A eficácia questionável da regulação atualmente vigente no Brasil. Além das práticas diversificadas nos intermediários permitidas pela Instrução

CVM nº 539, há o interesse comercial de uma parcela dos intermediários na distorção da sua aplicação cujo efeito é potencializado pelo fato de muitos investidores não enxergarem benefício na norma (o que põe em cheque, inclusive, a confiabilidade das informações prestadas pelos mesmos através das APIs de cada intermediário);

- A necessidade do desenvolvimento de uma API (questionário) única criada pela CVM ou, pelo menos, da CVM tornar a norma mais diretiva para aumentar a padronização na classificação dos perfis dos investidores;

- O potencial de aprimoramento técnico da verificação de "*suitability*", sobretudo para fins comerciais e por meio do uso mais intenso e sofisticado de tecnologia – como p.ex. *Big Data* (inclusive de dados externos), geolocalização, etc. –, de outras fontes de informações (redes sociais, vocabulário do investidor, etc.) e de outras variáveis ("racionalidade", "conhecimento de Finanças", "momento de vida", "objetivos", "estabilidade da renda", "fontes de renda", "carteira atual do cliente", "processo decisório", "uso de canais do intermediário", etc.).

A terceira e última forma de aprofundamento da compreensão obtida por Deccax & Campani (2019b) foi pela obtenção dos seguintes resultados adicionais neste estudo:

- Nenhum dos intermediários desta amostra valida os dados fornecidos pelos investidores através das respostas à API;

- Há uma percepção de que muitos investidores distorcem as suas respostas à API por não gostarem de "burocracia", para terem liberdade para operar e por temerem fornecer informações "sensíveis";

- Metade dos intermediários declarou ter colhido benefícios no relacionamento com os clientes ao aplicar a norma;

- Oportunidades adicionais de melhoria na Instrução CVM nº 539: flexibilizá-la para ser mais efetiva na compreensão do perfil dos

investidores, passar a considerar a carteira completa de investimentos do cliente no mercado e refletir melhor a diversidade de tecnologias e de canais pelos quais o mercado opera;

- Nenhum dos intermediários financeiros desenvolveu ou utiliza uma metodologia estruturada especificamente para segmentação de potenciais investidores;

- Resultados alcançados com a segmentação de clientes atuais: elevados níveis de satisfação e de fidelização dos clientes e maior resiliência financeira dos mesmos, ganho de competitividade para o intermediário e um atendimento bem como comunicação mais eficazes com os clientes;

- Um dos intermediários da amostra encara a segmentação como algo estratégico e investe para avançar ainda mais nesta atividade.

O segundo e mais importante objetivo deste estudo – a proposição de uma nova API – é alcançado a partir da aplicação prática dos resultados acima detalhados (ou seja, da conjugação dos resultados obtidos por Deccax & Campani (2019b) e por esta pesquisa) ao modelo conceitual de segmentação de investidores individuais proposto por Deccax & Campani (2019a). A literatura aqui analisada, endossada pelos resultados obtidos por Deccax & Campani (2019b) e pela presente pesquisa, confirma o entendimento de Deccax & Campani (2019a) de que o emprego de uma abordagem híbrida e conjugando características psicográficas e demográficas é a mais promissora.

Esta abordagem híbrida se materializa aqui pela sugestão de uma nova API (detalhada no Apêndice B) que utiliza as variáveis relacionadas a seguir, selecionadas a partir do modelo de Deccax & Campani (2019a) e de acordo com os resultados obtidos por Deccax & Campani (2019b) e por esta pesquisa. Adicionalmente, foram selecionadas as variáveis mais relevantes para os propósitos deste estudo, que têm se mostrado mais eficazes na segmentação de clientes de serviços financeiros em geral e cuja mensuração já foi realizada com sucesso via questionários utilizados por pesquisas anteriores. Também houve o zelo de não se elaborar um questionário extenso a ponto de comprometer a acuracidade do seu preenchimento pelos investidores.

- **<u>Variáveis demográficas</u>:**

  (a) Estado civil;
  (b) Gênero;
  (c) Idade;
  (d) Nível educacional;
  (e) Formação acadêmica;
  (f) Histórico de consumo de produtos financeiros;
  (g) Volume de investimento;
  (h) Ocupação profissional; e
  (i) Nível de renda.

- **<u>Variáveis psicográficas</u>:**

  (a) Conhecimento de finanças, por meio das "perguntas sofisticadas sobre alfabetização financeira" propostas por Lusardi & Mitchell (2017);
  (b) Aversão a riscos, de acordo com os conceitos empregados por Hauff (2014); e
  (c) Racionalidade, medida pelo *Cognitive Reflection Test* (CRT) proposto por Frederick (2005).

3.6 Conclusões

O aprofundamento aqui alcançado da compreensão das práticas reais dos intermediários financeiros no Brasil em verificação de "*suitability*" para ambas as finalidades (*compliance* e comercial) revelou os procedimentos empregados na prática, as dificuldades e diferenciais de cada intermediário, os resultados por eles obtidos e, sobretudo, as oportunidades de melhoria (inclusive na Instrução CVM nº 539) vislumbrados pelos próprios intermediários. Em consequência, foi obtido um poderoso balizador para o desenvolvimento do mercado brasileiro quanto às práticas de verificação de "*suitability*".

A conjugação destes resultados com os obtidos por pesquisas anteriores

fundamentou a proposição neste estudo de uma nova API, a qual emprega variáveis psicográficas e demográficas numa abordagem híbrida cuja maior inovação é o uso da variável “racionalidade”.

Pesquisas posteriores podem vir a aplicar a API aqui proposta em amostras distintas e estatisticamente representativas com o intuito de testá-la e aprimorá-la. A nova API resultante poderá subsidiar uma futura revisão da Instrução CVM nº 539 e de outras normas nacionais e internacionais correlatas, além de contribuir para a evolução das técnicas de segmentação de investidores para fins comerciais utilizadas pelos intermediários financeiros. Em ambos os casos, os investidores individuais seriam bastante beneficiados e o mercado daria um passo importante em direção à sua maior eficiência, tornando-se mais apto a crescer sustentavelmente.

Agradecimentos

Este estudo foi financiado em parte pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) - Código Financeiro 001 - e pela Cátedra Brasilprev de Pesquisa em Previdência. Os autores gostariam de agradecer o apoio técnico importantíssimo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sem o qual esta pesquisa não poderia ter sido realizada.

Apêndice A

Lista de Periódicos Acadêmicos Pesquisados no Âmbito deste Estudo

- American Economic Review.
- BAR – Brazilian Administration Review.
- BBR – Brazilian Business Review.
- Cadernos EBAPE-FGV.
- Decision Sciences.
- Econometrica.
- Games and Economic Behavior.
- International Journal of Bank Marketing.
- International Journal of Management and Decision Making.
- Journal of Banking and Finance.
- Journal of Behavioral and Experimental Economics.
- Journal of Behavioral Decision Making.
- Journal of Corporate Finance.
- Journal of Economic Behavior & Organization.
- Journal of Economic Literature.
- Journal of Economic Psychology.
- Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Journal of Financial Economics.

- Judgment and Decision Making.
- Mathematical Finance.
- Organizational Behavior and Human Decision Processes.
- Personality and Individual Differences.
- Quarterly Journal of Economics.
- RAC – Revista de Administração Contemporânea.
- RAE – Revista de Administração de Empresas.
- RAEP – Administração: Ensino e Pesquisa.
- RAUSP – Revista de Administração (FEA-USP).
- RBFIN – Revista Brasileira de Finanças: Brazilian Finance Review.
- Review of Financial Studies.
- The Journal of Finance.
- Theory and Decision.

Apêndice B

Proposta de Nova API (Análise de Perfil do Investidor)

PARTE I – Variáveis Demográficas

1. Qual é o seu **estado civil**?

( ) Casado(a);
( ) Desquitado(a) ou separado(a) judicialmente;
( ) Divorciado(a);
( ) Viúvo(a);
( ) Solteiro(a);
( ) União estável.

2. Qual é o seu **gênero**?

( ) Feminino;
( ) Masculino.

3. Qual é o **ano do seu nascimento**? _____.

4. Qual é o seu **nível educacional**?

( ) Fundamental / 1º grau incompleto;
( ) Fundamental / 1º grau completo;
( ) Médio (2º grau) incompleto;
( ) Médio (2º grau) completo;
( ) Superior incompleto;
( ) Superior completo;
( ) Especialização de nível superior (mínimo de 360 horas) completa;
( ) Mestrado completo;
( ) Doutorado completo.

5. Caso você possua nível superior, mesmo que ainda cursando ou incompleto por outra razão, qual é a sua **principal área de formação**?

( ) **Ciências Sociais Aplicadas** (Direito; Administração; Economia; Comunicação; Arquitetura e Urbanismo; Desenho Industrial; Turismo; Planejamento Urbano e Regional; Demografia; Ciência da Informação; Museologia; e Serviço Social);
( ) **Ciências Humanas** (História; Geografia; Psicologia; Educação; Sociologia; Antropologia; Arqueologia; Filosofia; Teologia; e Ciência Política);
( ) **Ciências da Saúde** (Medicina; Nutrição; Odontologia; Farmácia; Enfermagem; e Saúde Coletiva);
( ) **Engenharias** (Civil; de Produção; Química; Mecânica; Elétrica; Sanitária; de Transportes; de Minas; de Materiais e Metalúrgica; Nuclear; Naval e Oceânica; Aeroespacial; e Biomédica);
( ) **Ciências Exatas e da Terra** (Matemática; Ciência da Computação; Física; Química; Astronomia; e Geociências);
( ) **Ciências Biológicas** (Biologia; Genética; Morfologia; Fisiologia; Bioquímica; Biofísica; Farmacologia; Imunologia; Microbiologia; Parasitologia; Ecologia; Oceanografia; Botânica; e Zoologia);
( ) **Educação Física, Fonoaudiologia; e Fisioterapia e Terapia Ocupacional**;
( ) **Ciências Agrárias** (Agronomia, Recursos Florestais e Engenharia Florestal; e Engenharia Agrícola);
( ) **Zootecnia; e Recursos Pesqueiros e Engenharia de Pesca**;
( ) **Medicina Veterinária**;
( ) **Ciência e Tecnologia de Alimentos**;
( ) **Linguística; Letras; e Artes**;
( ) **Multidisciplinar** (Interdisciplinar; Ensino; Materiais; Biotecnologia; e Ciências Ambientais).

6. Nos últimos quatro anos você possuiu em algum momento quais dos **produtos financeiros** abaixo relacionados? Podem ser marcadas mais de uma alternativa.

( ) Previdência privada;
( ) Poupança;
( ) Fundos de investimento;
( ) Ações;
( ) CDBs e RDBs;
( ) Títulos públicos;
( ) Debêntures;
( ) Clubes de investimento;
( ) Outros;
( ) Nenhum.

7. Quanto você dispõe atualmente de **recursos financeiros totais** para investimentos em geral, incluindo os que você já possui investidos no momento em quaisquer produtos financeiros?

( ) Até R$ 150 Mil;
( ) Mais de R$ 150 Mil até R$ 400 Mil;
( ) Mais de R$ 400 Mil até R$ 1 Milhão;
( ) Mais de R$ 1 Milhão até R$ 10 Milhões;
( ) Mais de R$ 10 Milhões até R$ 100 Milhões;
( ) Mais de R$ 100 Milhões.

8. Qual é o **principal trabalho** (ocupação profissional) exercido atualmente por você?

( ) Não remunerado;
( ) Conta própria (trabalha explorando o seu próprio empreendimento, sozinho ou com sócio, sem ter empregado e contando, ou não, com ajuda de trabalho não remunerado de membro da unidade domiciliar em que reside);
( ) Empregado sem carteira de trabalho assinada;
( ) Empregado com carteira de trabalho assinada;
( ) Militar do Exército, Marinha, Aeronáutica, Policia Militar ou Corpo de Bombeiros;

( ) Empregado pelo regime jurídico dos funcionários públicos;
( ) Empregado celetista da Administração Pública direta ou indireta;
( ) Empregador.

9. De quanto é, em média, **a sua renda pessoal total líquida por mês**?

( ) Até 2 salários mínimos (até R$ 2.090);
( ) Mais de 2 salários mínimos até 3 salários mínimos (R$ 2.090 a R$ 3.135);
( ) Mais de 3 salários mínimos até 6 salários mínimos (R$ 3.135 a R$ 6.270);
( ) Mais de 6 salários mínimos até 10 salários mínimos (R$ 6.270 a R$ 10.450);
( ) Mais de 10 salários mínimos até 15 salários mínimos (R$ 10.450 a R$ 15.675);
( ) Mais de 15 salários mínimos até 25 salários mínimos (R$ 15.675 a R$ 26.125);
( ) Mais de 25 salários mínimos (mais de R$ 26.125).

PARTE II – Variável Psicográfica "Conhecimento de Finanças"

Selecione para cada pergunta a seguir uma alternativa como melhor resposta dentro do seu conhecimento.

1. Qual das seguintes afirmações descreve a principal função do mercado de ações?

( ) O mercado de ações ajuda a prever o lucro ao se investir em ações;
( ) O mercado de ações resulta em um aumento no preço das ações;
( ) O mercado de ações aproxima as pessoas que desejam comprar ações das que desejam vender ações;
( ) Nenhuma das anteriores;
( ) Não sei responder;

( ) Prefiro não responder.

2. Qual das seguintes afirmações está correta?

( ) Uma vez que se investe em um fundo de investimento, não é possível sacar o dinheiro no primeiro ano;
( ) Os fundos de investimento podem investir em vários ativos, por exemplo, investir em ações e títulos de renda fixa;
( ) Os fundos de investimento pagam uma taxa de retorno garantida que depende do seu desempenho passado;
( ) Nenhuma das anteriores;
( ) Não sei responder;
( ) Prefiro não responder.

3. Se a taxa de juros cair, o que deve acontecer com os preços dos títulos prefixados?

( ) Subirem;
( ) Caírem;
( ) Não sofrerem alteração;
( ) Nenhuma das anteriores;
( ) Não sei responder;
( ) Prefiro não responder.

4. Verdadeiro ou falso? A compra de ações de uma empresa geralmente proporciona um retorno mais seguro do que um fundo de investimentos de ações.

( ) Verdadeiro;
( ) Falso;
( ) Não sei responder;
( ) Prefiro não responder.

5. Verdadeiro ou falso? As ações são normalmente mais arriscadas do que títulos de renda fixa.

( ) Verdadeiro;
( ) Falso;
( ) Não sei responder;
( ) Prefiro não responder.

6. Considerando um longo período de tempo (por exemplo, 10 ou 20 anos), qual ativo deve oferecer o maior retorno segundo a teoria de Finanças?

( ) Caderneta de poupança;
( ) Títulos de renda fixa;
( ) Ações;
( ) Não sei responder;
( ) Prefiro não responder.

7. Normalmente, qual ativo exibe as maiores flutuações ao longo do tempo?

( ) Caderneta de poupança;
( ) Títulos de renda fixa;
( ) Ações;
( ) Não sei responder;
( ) Prefiro não responder.

8. Quando um investidor distribui seu dinheiro entre ativos diferentes, o seu risco de perder dinheiro:

( ) Sobe;
( ) Cai;
( ) Não sofre alteração;
( ) Não sei responder;
( ) Prefiro não responder.

PARTE III – Variável Psicográfica "Aversão a Riscos"

Selecione para cada item a seguir a alternativa que representa de forma mais precisa a sua opinião, percepção ou comportamento.

1	Eu sou, de forma geral, uma pessoa totalmente preparada para assumir riscos.				
	Concordo plenamente ( )	Concordo ( )	Não concordo nem discordo ( )	Discordo ( )	Discordo totalmente ( )
2	Eu busco fortes emoções na obtenção de elevados retornos financeiros em investimentos.				
	Concordo plenamente ( )	Concordo ( )	Não concordo nem discordo ( )	Discordo ( )	Discordo totalmente ( )
3	Eu prefiro opções de investimentos que tenham oscilado muito (ganhos e perdas significativos) nos últimos seis meses, pois possuem potencial de elevado retorno financeiro.				
	Concordo plenamente ( )	Concordo ( )	Não concordo nem discordo ( )	Discordo ( )	Discordo totalmente ( )
4	Eu vejo o risco como uma oportunidade de ganhar dinheiro.				
	Concordo plenamente ( )	Concordo ( )	Não concordo nem discordo ( )	Discordo ( )	Discordo totalmente ( )
5	Eu acredito que um elevado retorno num investimento, mesmo que isto signifique assumir um elevado risco, é o aspecto mais importante.				
	Concordo plenamente ( )	Concordo ( )	Não concordo nem discordo ( )	Discordo ( )	Discordo totalmente ( )

PARTE IV – Variável Psicográfica "Racionalidade"

A seguir estão três problemas com diferentes graus de dificuldade. Tente resolvê-los da melhor maneira possível e sem consultar nenhuma pessoa ou fonte de informação.

1. Um taco e uma bola custam R$ 110 no total. O taco custa R$ 100 a mais que a bola. Quanto custa a bola? R$_____.

2. Se 5 máquinas demoram 5 minutos para fabricar 5 ferramentas, quanto tempo demoraria para 100 máquinas fabricarem 100 ferramentas? _____ minutos.

3. Há uma planta aquática cobrindo parte da superfície de um lago. Todos os dias, esta planta aquática dobra de tamanho. Se levar 48 dias para a planta cobrir todo o lago, quanto tempo levará para a planta cobrir metade do lago? _____ dias.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As três etapas sequenciais realizadas em conjunto com a CVM e os três artigos correlatos produzidos e que constituem esta Tese de Doutorado permitiram o alcance, ao final e conforme materializado no terceiro artigo, do objetivo maior desta pesquisa: a proposição de uma nova API (Análise de Perfil do Investidor) para verificação de "*suitability*" por exigência regulatória e para fins comerciais. Isto foi conseguido ao se conjugar os resultados alcançados pelo segundo e pelo terceiro artigos – ambos constituindo em conjunto uma análise tanto ampla quanto aprofundada das práticas de mercado – para aprimorar o modelo conceitual de segmentação de investidores individuais proposto no primeiro artigo, o qual representa uma inovação teórica calcada em estudos científicos publicados em periódicos conceituados.

Portanto, foi respondida a questão proposta por esta pesquisa: "quais são os elementos essenciais para a construção de um novo modelo de segmentação de investidores individuais?".

Após analisar o terceiro artigo contendo a API aqui proposta, em 15/01/2020 em resposta por *e-mail* a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM:

- Manifestou que "...há material suficiente para a CVM buscar aprimorar a Instrução 539, inclusive com a dimensão 'psicográfica' sugerida no Apêndice B";

- Informou que a ANBIMA já comunicou à CVM que há interesse em apresentar uma API que possa ser utilizada pelos diversos associados seus e sem a imposição da CVM;

- Solicitou uma apresentação a ser realizada oportunamente na ANBIMA, visando subsidiar o trabalho que a CVM pretende desenvolver com a mesma em relação a uma maior padronização e aperfeiçoamento do questionário de API.

É pertinente destacar os seguintes aspectos adicionais que corroboram a

relevância e a aplicabilidade dos resultados desta Tese de Doutorado:

- O aumento expressivo e recente do número de investidores pessoas físicas no mercado de valores mobiliários do Brasil, decorrente sobretudo da perda de atratividade da renda fixa resultante do patamar historicamente baixo da taxa básica de juros (taxa Selic). A bolsa de valores B3, por exemplo, alcançou em outubro de 2019 o total de 1,536 milhão investidores pessoas físicas ativos, perfazendo crescimento de 95,0% no ano (NÚMERO..., 2019);

- A variedade de abrangências e de profundidades nas práticas de verificação de "*suitability*" no Brasil e o consequente comprometimento da eficácia da regulação vigente, conforme revelado pelo segundo e pelo terceiro artigos desta tese;

- O advento e o crescente uso de *robo-advisors* (serviços automatizados de aconselhamento financeiro) abordado pelo segundo artigo desta tese;

- O potencial, identificado por intermediários financeiros entrevistados na pesquisa que produziu o terceiro artigo desta tese, de aprimoramento técnico da verificação de "*suitability*" por meio do uso mais intenso e sofisticado de tecnologia – como p.ex. *Big Data* (inclusive de dados externos), geolocalização, etc. –, de outras fontes de informações (redes sociais, vocabulário do investidor, etc.) e de outras variáveis ("racionalidade", "conhecimento de Finanças", "momento de vida", "objetivos", "estabilidade da renda", "fontes de renda", "carteira atual do cliente", "processo decisório", "uso de canais do intermediário", etc.).

Futuras pesquisas poderão efetuar contribuições adicionais neste tema, inclusive levando em conta as descobertas desta Tese de Doutorado e da API aqui proposta, de inúmeras formas. Duas delas poderiam ser particularmente relevantes e promissoras:

- A validação e o aprimoramento desta API por meio da sua aplicação em amostras estatisticamente representativas e a análise dos dados amealhados através de técnicas quantitativas como Análise Fatorial,

Análise de *Clusters* e Análise Discriminante;

- O aprimoramento das técnicas de verificação de "*suitability*" por meio do uso mais intenso e sofisticado de tecnologia, de outras fontes de informações e de outras variáveis psicográficas e demográficas.

REFERÊNCIAS

ABOUT IOSCO. International Organization of Securities Commissions. Disponível em <https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco>. Acesso em: 08 ago. 2019.

Adam, T. R., Fernando, C. S., & Golubeva, E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Banking & Finance*, 60, 195-208.

Alfansi, L., & Sargeant, A. (2000). Market segmentation in the Indonesian banking sector: the relationship between demographics and desired customer benefits. *International Journal of Bank Marketing*, 18(2), 64-74.

Andronikidis, A. I., & Dimitriadis, N. I. (2003). Segmentation of bank customers by utilising ethnic/cultural profile dimensions: A qualitative approach. *Journal of Marketing Management*, 19(5-6), 629-655.

Ansell, J., Harrison, T., & Archibald, T. (2007). Identifying cross-selling opportunities, using lifestyle segmentation and survival analysis. *Marketing Intelligence & Planning*, 25(4), 394-410.

Antoniou, C., Doukas, J. A., & Subrahmanyam, A. (2013). Cognitive dissonance, sentiment, and momentum. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 245-275.

Aren, S., & Zengin, A. N. (2016). Influence of financial literacy and risk perception on choice of investment. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 235, 656-663.

Arif, S., & Lee, C. M. (2014). Aggregate investment and investor sentiment. *The Review of Financial Studies*, 27(11), 3241-3279.

ASSESSING the quality of investment advice in the retail banking sector – A mystery shopping review. FSA (Financial Services Authority), February 2013. Disponível em: < https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/thematic-assessing-retail-banking.pdf>. Acesso em: 4 ago. 2019.

Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.

Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2007). Conflicts of interest, information provision, and competition in the financial services industry. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 297-330.

Boujelbène-Abbes, M., Salah, I. B., & Ellouze, A. (2013). Asymmetric and negative return-volatility relation: a behavioural explanation. *International Journal of Economics and Business Research*, 6(3), 243-260.

Bucciol, A., & Zarri, L. (2017). Do personality traits influence investors' portfolios?. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 68, 1-12.

Campbell, T. C. (2014). CEO optimism and the board's choice of successor. *Journal of Corporate Finance*, 29, 495-510.

Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712.

Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(4), 425-451.

Costa, P. T., & McCrae, R. R. (1992). NEO Personality Inventory–Revised (NEO PI-R™). Odessa, Florida: *Psychological Assessment Resource*.

Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2017). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. Sage publications.

CUSTOMER suitability in the retail sale of financial products and services. BIS (Bank for International Settlements), April 2008. Disponível em: < https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD268.pdf>. Acesso em: 4 ago. 2019.

CVM determina que XP indenize investidor em R$ 120 mil. Valor Online, 03/05/2018. Disponível em: < https://g1.globo.com/economia/noticia/cvm-determina-que-xp-indenize-investidor-em-r-120-mil.ghtml>. Acesso em: 4 ago. 2019.

Deaves, R., Lüders, E., & Luo, G. Y. (2008). An experimental test of the impact of

overconfidence and gender on trading activity. *Review of Finance*, 13(3), 555-575.

Deccax, R. A., & Campani, C. H. (2019a). Investor segmentation: how to improve current techniques by incorporating behavioural finance concepts?. *International Journal of Economics and Business Research*, 18(1), 31-48.

Deccax, R. A., & Campani, C. H. (2019b). *Verificação de suitability: práticas dos intermediários financeiros no Brasil para cumprimento da regulamentação e para captação e atendimento de clientes*. [*Under Review*]. Rio de Janeiro, Brasil.

Dew, J., & Xiao, J. J. (2011). The Financial Management Behavior Scale: Development and Validation. *Journal of Financial Counseling and Planning*, Volume 22 (1), 44.

Egan, M. (2019). Brokers versus Retail Investors: Conflicting Interests and Dominated Products. *The Journal of Finance*, 74(3), 1217-1260.

Epstein, S. (1994). Integration of the cognitive and the psychodynamic unconscious. *American Psychologist*, 49(8), 709.

Ferretti, R., Pancotto, F., & Rubaltelli, E. (2017). Persuasion in financial advertising: Behavioral or rational?. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 71, 26-30.

Foscht, T., Maloles III, C., Schloffer, J., Chia, S. L., & “Jay” Sinha, I. (2010). Banking on the youth: The case for finer segmentation of the youth market. *Young Consumers*, 11(4), 264-276.

Frederick, S. (2005). Cognitive reflection and decision making. *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 25-42.

Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press, Princeton.

Fünfgeld, B., & Wang, M. (2009). Attitudes and behaviour in everyday finance: evidence from Switzerland. *International Journal of Bank Marketing*, 27(2), 108-128.

Furnham, A., Wilson, E., & Telford, K. (2012). The meaning of money: The validation

of a short money-types measure. *Personality and Individual Differences*, 52(6), 707-711.

Gough, O., & Sozou, P. D. (2005). Pensions and retirement savings: cluster analysis of consumer behaviour and attitudes. *International Journal of Bank Marketing*.

Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of Finance*, 64(2), 549-578.

Guterman, M. (2017). Robo-advisor x Human-advisor Uma análise da automação do aconselhamento financeiro no Brasil. *Prêmio CFA Society Brazil de Inovação Financeira*.

Hackbarth, D. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389-411.

Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters?. *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 509-524.

Harrison, T. S. (1994). Mapping customer segments for personal financial services. *International Journal of Bank Marketing*, 12(8), 17-25.

Hilary, G., & Menzly, L. (2006). Does past success lead analysts to become overconfident?. *Management Science*, 52(4), 489-500.

Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *The Journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.

Hsieh, H. F., & Shannon, S. E. (2005). Three approaches to qualitative content analysis. *Qualitative Health Research*, 15(9), 1277-1288.

Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110.

Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Farrar, Straus and Giroux, New York.

Kahneman, D.; & Tversky, A. (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47, no. 2, 263-91.

Keller, C., & Siegrist, M. (2006). Money attitude typology and stock investment. *The Journal of Behavioral Finance*, 7(2), 88-96.

Kotler, P. (1980). *Principles in Marketing*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Kotler, P. (1994). *Marketing Management: Analysis, Planning, Implementation, and Control.* 8th ed., Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Kramer, M. M. (2016). Financial literacy, confidence and financial advice seeking. Journal of Economic Behavior & Organization, 131, 198-217.

Kuhnen, C. M. (2015). Asymmetric learning from financial information. *The Journal of Finance*, 70(5), 2029-2062.

Kuo, W. Y., Lin, T. C., & Zhao, J. (2014). Cognitive limitation and investment performance: Evidence from limit order clustering. *The Review of Financial Studies*, 28(3), 838-875.

Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2017). How ordinary consumers make complex economic decisions: Financial literacy and retirement readiness. *Quarterly Journal of Finance*, 7(03), 1750008.

Machauer, A., & Morgner, S. (2001). Segmentation of bank customers by expected benefits and attitudes. *International Journal of Bank Marketing*, 19(1), 6-18.

Makgosa, R., Matenge, T., & Mburu, P. (2016). Hybrid Segmentation in the Financial Services Market: Targeting Saving Consumers. *Family and Consumer Sciences Research Journal*, 44(4), 447-468.

Meadows, M., & Dibb, S. (1998). Implementing market segmentation strategies in UK personal financial services: problems and progress. *Service Industries Journal*, 18(2), 45-63.

Mehran, H., & Stulz, R. M. (2007). The economics of conflicts of interest in financial institutions. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 267-296.

Merkle, C., & Weber, M. (2014). Do investors put their money where their mouth is?

Stock market expectations and investing behavior. *Journal of Banking & Finance*, 46, 372-386.

Minhas, R. S., & Jacobs, E. M. (1996). Benefit segmentation by factor analysis: an improved method of targeting customers for financial services. *International Journal of Bank Marketing*.

Muhamad, R., Melewar, T. C., & Faridah Syed Alwi, S. (2012). Segmentation and brand positioning for Islamic financial services. *European Journal of Marketing*, 46(7/8), 900-921.

Norris, P., & Epstein, S. (2011). An experiential thinking style: Its facets and relations with objective and subjective criterion measures. *Journal of Personality*, 79(5), 1043-1080.

NÚMERO de investidores na Bolsa tem alta anual de 95% em outubro e passa de 1,5 milhão. Valor Online, 11/11/2019. Disponível em: < https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/11/11/numero-de-investidores-na-bolsa-tem-alta-anual-de-95percent-em-outubro-e-passa-de-15-milhao.ghtml>. Acesso em: 28 jan. 2020.

O´Brien, S. SEC's new investor protection rule won't end the fiduciary debate. CNBC, 30/07/2019. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2019/07/30/sec-new-investor-protection-rule-wont-end-the-fiduciary-debate.html>. Acesso em: 4 ago. 2019.

Pacini, R., & Epstein, S. (1999). The relation of rational and experiential information processing styles to personality, basic beliefs, and the ratio-bias phenomenon. *Journal of Personality and Social Psychology*, 76(6), 972.

Pareto, V. (2014). *Manual of political economy: a critical and variorum edition*. OUP, Oxford.

Pasewark, W. R., & Riley, M. E. (2010). It's a matter of principle: The role of personal values in investment decisions. *Journal of Business Ethics*, 93(2), 237-253.

Pavini, A. CVM: novas regras para multas maiores e processos devem sair até julho. Money Times, 28/02/2019. Disponível em: <https://moneytimes.com.br/cvm-novas-

regras-para-multas-maiores-e-processos-devem-sair-ate-julho/>. Acesso em: 4 ago. 2019.

Prado, V. M., Rachman, N., & Coelho, A. R. (2016). Internalização dos Padrões Regulatórios Internacionais no Brasil: o Caso IOSCO. *Revista de Direito Internacional Econômico e Tributário*, 10 (2 Jul/Dez), 231-263.

Ramiah, V., Xu, X., & Moosa, I. A. (2015). Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders: A review and assessment of the literature. *International Review of Financial Analysis*, 41, 89-100.

Roberts, J. A. (1999). Demographics and money attitudes: a test of Yamauchi and Templers (1982) money attitude scale in Mexico. *Personality and individual Differences*, 27(1), 19-35.

Shiller, R. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *American Economic Review*, 71, 421–436.

Simon, H. A. (1957). *Models of man*. Wiley, New York.

Singh Minhas, R., & Jacobs, E. M. (1996). Benefit segmentation by factor analysis: an improved method of targeting customers for financial services. *International Journal of Bank Marketing*, 14(3), 3-13.

Singh, R. (2010). Behavioural finance studies: emergence and developments. *Journal of Contemporary Management Research*, 4(2), 1.

Smith, W. R. (1956). Product differentiation and market segmentation as alternative marketing strategies. *Journal of Marketing*, 21(1), 3-8.

SOBRE A CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cvm.html>. Acesso em: 09 ago. 2019.

Sokolowska, J., & Makowiec, P. (2017). Risk preferences of individual investors: The role of dispositional tendencies and market trends. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 71, 67-78.

Stanley, T. O., Ford, J. K., & Richards, S. K. (1985). Segmentation of bank customers by age. *International Journal of Bank Marketing*, 3(3), 56-63.

Stanovich, K. E. (2011). *Rationality and the Reflective Mind*, Oxford University Press, New York.

Stanovich, K. E., & West, R. F. (2000). Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate?. *Behavioral and Brain Sciences*, 23(5), 645-665.

Thaler, R. H.; & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven.

Tripathy, N. (2013). Random walks and market efficiency: evidence from Indian stock market. *International Journal of Economics and Business Research*, 6(2), 210-228.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive psychology*, 5(2), 207-232.

Tversky, A.; & Kahneman, D. (1975). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Utility, probability, and human decision making*, pp. 141-162, Springer Netherlands.

Van de Ven, A. H. (2007). *Engaged scholarship: A guide for organizational and social research*. Oxford University Press on Demand.

Van Rooij, M., Lusardi, A., & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449-472.

Yamauchi, K. T., & Templer, D. J. (1982). The development of a money attitude scale. *Journal of Personality Assessment*, 46(5), 522-528.

Yin, R. K. (2015). *Estudo de Caso: Planejamento e métodos*. Bookman editora.

Ziff, R. (1971). Psychographics for market segmentation. *Journal of Advertising Research*, 11(2), 3-9.