

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

ANALYSIS OF THE INVESTOR'S BEHAVIORAL PROFILE

Recebido em: 03.09.2025
Aprovado em: 28.11.2025

Wesllay Carlos Ribeiro

*Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas).
Mestre em Direito pela Universidade Estácio de Sá (Unesa). Mestre em Administração (Finanças) pelo
Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG).
Especialização em Direito Público e Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). Professor na
Universidade Federal de Alfenas – Campus Varginha (Unifal-MG).
E-mail: wesllay.ribeiro@unifal-mg.edu.br*

Daniel Fonseca Costa

*Doutor em Administração pela Universidade Federal de Lavras (UFLA).
Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Vale do Rio Verde de Três Corações (UninCor).
Professor no Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG).
E-mail: daniel.costa@ifmg.edu.br*

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

Bruno César de Melo Moreira*Doutor em Administração pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).**Mestre em Economia e Finanças pela UFSC.**Professor no Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG).**E-mail: bruno.melo@ifmg.edu.br***Washington Santos Silva***Doutor em Estatística e Experimentação Agropecuária pela Universidade Federal de Lavras (Ufla).**Mestre em Estatística e Experimentação Agropecuária pela Ufla.**Professor no Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG).**E-mail: washington.silva@ifmg.edu.br***RESUMO**

O objetivo deste trabalho é propor uma alteração na redação do artigo 3º da Resolução 30 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 11 de maio de 2021, a fim de incluir a obrigatoriedade de que as instituições mencionadas no artigo 2º passem a avaliar o viés de confirmação dos investidores como componente da Análise de Perfil do Investidor (API). Pode-se classificar este artigo como uma *problem-oriented research*, o qual se vale do método de pesquisa documental e da revisão narrativa de literatura para analisar e discutir as questões relevantes que corroboram a solução de seu objetivo. Como contribuição, sugere-se a inclusão da necessidade de avaliação do viés de confirmação na API.

PALAVRAS-CHAVE

Perfil de investimento. Finanças comportamentais. Finanças.

ABSTRACT

The objective of this paper is to propose a change to the wording of Article 3 of Resolution 30 of the Securities and Exchange Commission of May 11, 2021, to include the requirement that the institutions mentioned in Article 2 assess investor confirmation bias as a component of the Investor Profile Analysis (API). This article can be classified as problem-oriented research and uses documentary research and

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

a narrative literature review to analyze and discuss relevant issues that support the solution to its objective. As a contribution, we suggest including the need to assess confirmation bias in the API.

KEYWORDS

Investment profile. Behavioral finance. Finance.

INTRODUÇÃO

A tomada de decisão acerca de investimento é feita normalmente sob um ambiente de alguma incerteza, haja vista que todo investimento se assenta na relação risco-retorno.

A tomada de decisão financeira foi durante um longo tempo analisada e examinada sob o aspecto da racionalidade plena por meio de teorias desenvolvidas por pesquisadores como Fama (1965, 1970), Markowitz (1952) e Modigliani e Miller (1959,1961). Fama (1965, 1970) propôs o modelo dos mercados eficientes baseado na noção de que o preço de determinado ativo financeiro representa seu preço correto, pois reflete todas as informações disponíveis sobre ele. Markowitz (1952) desenvolveu um modelo para a seleção de portfólios fundados na diversificação e nas noções de risco sistemático e não sistemático. Por outro lado, a teoria de Modigliani e Miller (1959, 1961) foi estruturada na noção da irrelevância da estrutura de capital. Essas pesquisas, entre outras, formam a base da teoria clássica de finanças fundamentada na racionalidade e na capacidade do investidor de tomar a melhor decisão de investimento.

Todavia, a noção de racionalidade plena na tomada de decisão começou a ser alterada desde as contribuições de Simon (1955, 1956, 1979), com as questões acerca da racionalidade limitada do agente e de Tversky e Kahneman (1974, 1979, 1981), por meio da teoria do prospecto e os vieses e as heurísticas. Segundo Tversky e Kahneman (1974), a escolha, aparentemente racional, do investidor envolve diversidade de “atalhos-mentais” que podem conter erros de julgamento e que, inconscientemente, afetam a tomada de decisão. Além desses autores, Thaler e Sunstein (2019) discutiram sobre a arquitetura

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

da escolha e sobre o paternalismo libertário, além da aplicação de Nudges em decisões cotidianas e financeiras e na instituição de políticas públicas e de mercado.

No mesmo sentido de tais pesquisas, outros estudiosos como Lehner et al. (2008) e Denburg et al. (2022) alertam para o fato de que produtos financeiros são frequentemente complexos e de difícil entendimento. Cafferata e Tramontana (2019), Park et al. (2013), Schwind et al. (2012) e Trichilli et al. (2022) demonstraram que vieses como o de confirmação é uma das questões fundamentais em finanças comportamentais e pode ser considerado um dos aspectos mais problemáticos do raciocínio humano (Nickerson, 1998).

Tais trabalhos promoveram alteração profunda na teoria e no mercado financeiro, que passou a agregar noções e conceitos comportamentais para a análise e a tomada de decisão financeira. Assim, a tomada de decisão financeira começou a ser vista sob a óptica comportamental e analisada acerca do conhecimento e de resultados da equalização de risco e retorno. Com isso, o resultado das experiências passadas, que formam as crenças dos indivíduos, as emoções, os sentimentos e as percepções, integraram as discussões de forma mais efetiva nas decisões financeiras e de investimentos.

Nesse contexto, é possível observar que o mercado financeiro mudou e, por isso, agregou as noções fundamentais comportamentais na análise e tomada de decisão sobre investimentos. Mas, se o mercado mudou, se a teoria sobre finanças evoluiu, essas mudanças também não deveriam gerar uma alteração das normas reguladoras do mercado financeiro? Especificamente para o caso de interesse deste artigo, não deveria haver uma alteração na regulação da forma como é determinada a Análise de Perfil do Investidor (API) pelo órgão regulador do mercado de capitais?

Cabe ressaltar para fins de delimitação desta análise que os vieses comportamentais se relacionam em diferentes níveis estruturais na cadeia de regulação, oferta e tomada de decisão financeira. Assim, a decisão, independentemente de órgãos, instituições ou agentes intermediárias, é tomada por pessoas físicas que podem, em suas resoluções funcionais, serem enviesadas. Nesse sentido, quando se trata da ocorrência de vieses na tomada de decisão, estes podem afetar: a) Quem regula; b) Quem analisa e classifica o perfil de investidor; e c) Quem é analisado e será classificado em determinado perfil (Deccax & Campani, 2019).

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

Pode-se falar em ocorrência de vieses em “Quem regula”, haja vista que mesmo o órgão regulador é composto por pessoas que, em seu exercício funcional, podem levar para normas suas condições pessoais (Choi & Pritchard, 2003). Os vieses também estão presentes nos profissionais de mercado que analisam e classificam o perfil do investidor (Chen et al., 2017; Park et al., 2013) e no investidor em geral que é classificado por seu perfil (Deccax & Campani, 2019; Keller & Siegrist, 2006; Vieira Silva et al., 2008).

Para fins deste artigo, o foco será a ocorrência do viés de confirmação em investidores. Essa focalização objetiva examinar e discutir a norma reguladora da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especificamente o artigo 3º da *Resolução CVM nº 30* (2021), que determina o que deve ser observado pelos integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários para verificar o perfil do investidor.

A API é um processo (*suitability*) composto por um questionário aplicado pela instituição financeira visando classificar o investidor de acordo com seus interesses financeiros, disposição ao risco e conhecimento. A API visa possibilitar que as instituições financeiras ofereçam produtos e serviços adequados ao perfil do investidor (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais [Anbima], 2021). Em geral, os investidores são classificados em uma das três formas mais comuns: conservador, moderado ou arrojado.

Com isso, o objetivo deste trabalho é propor uma alteração na redação do artigo 3º da *Resolução CVM nº 30* (2021) a fim de incluir a obrigatoriedade de que as instituições mencionadas no artigo 2º passem a avaliar a linha de confirmação dos investidores como componente da API.

A relevância deste artigo se materializa pela importância do mercado financeiro na economia de qualquer país. Pesquisas como esta que buscam aplicar a teoria a questões práticas têm um impacto direto pela possibilidade que levantam quanto à aplicabilidade e correção da norma mencionada. Visa também trazer como impacto indireto o fomento ao debate, a discussão e a busca pelo aprimoramento da regulação acerca do tema em comento. Em um país heterogêneo como o Brasil, com diferenças educacionais, sociais e econômicas entre os investidores, discutir e pesquisar sobre a API se torna ainda necessário.

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

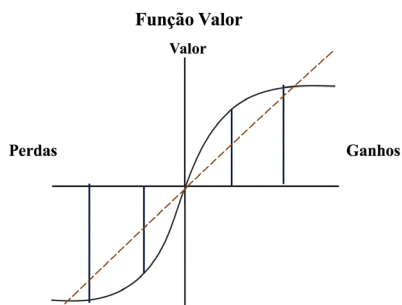
Este artigo pode ser classificado como uma *problem-oriented research*, pois traz contribuições aplicáveis e busca elucidar, discutir e sugerir soluções para uma questão prática relevante. Como método, utilizou-se a pesquisa documental e a revisão narrativa de literatura para analisar e discutir as questões relevantes e que corroboram a solução de seu objetivo.

ASPECTOS COMPORTAMENTAIS DO INVESTIDOR

A influência dos sentimentos, dos vieses e das heurísticas nas decisões sobre investimento é um fato bem consolidado na academia e no mercado financeiro. Tanto que, em 2002, o Prêmio Nobel de Economia foi dado a Daniel Kahneman, considerado o fundador da economia comportamental, por sua teoria que uniu a psicologia à economia em particular sobre o comportamento na tomada de decisão sobre incerteza. Richard Thaler, economista comportamental, também foi laureado em 2017, especialmente pelo desenvolvimento de sua teoria sobre paternalismo libertário e arquitetura de escolha, do viés da contabilidade mental e de como as pessoas simplificam a tomada de decisão financeira.

Um dos fundamentos da teoria do prospecto de Tversky e Kahneman (1979) foi a de que as pessoas têm uma aversão à perda que influencia a tomada de decisão sob risco e incerteza. Essa aversão à perda foi representada por Tversky e Kahneman (1979) na forma de uma função valor, conforme ilustrado pela Figura 1.

FIGURA 1 – Função valor



Nota: Adaptada de Tversky e Kahneman (1979).

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

Pela Figura 1, pode-se observar que as pessoas tendem a ser avessas ao risco, quando se trata de possibilidade de ganhos, e têm uma propensão ao risco a fim de compensar ou evitar perdas.

Quanto a tendências heurísticas em investidores, sua ocorrência é amplamente aceita, haja vista as evidências reconhecidas em relação à aversão à perda (Tversky & Kahneman, 1974, 1979); à contabilidade mental (Thaler, 2008), ao excesso de otimismo (Campbell et al., 2011) e ao excesso de confiança (Barber & Odean, 2001; Deccax, 2020).

No contexto brasileiro, Bittencourt et al. (2018) analisaram a relação entre o perfil de investidor, a realidade do mercado de renda fixa e variável e a teoria da aversão e perda. Ao concluírem, perceberam que a relação do perfil de investidores quanto à aversão à perda e a teoria das finanças comportamentais são complementares. Entenderam que, apesar da tomada de decisão financeira ser feita com fundamento no binômio risco-retorno, deve-se levar em conta que investidor não é totalmente racional e que é essencial considerar os aspectos comportamentais. No mesmo sentido, Haubert et al. (2014) encontraram resultados similares ao de Bittencourt et al. (2018) no que diz respeito à aversão ao risco. Güttler & Benevenuti (2021) também obtiveram resultados que corroboram a ocorrência do viés de aversão à perda pelos investidores. Além disso, Donadio (2018) observou que os aspectos comportamentais são significativos para explicar uma maior tolerância ao risco.

Especificamente com relação ao perfil de investidor, Keller & Siegrist (2006) perceberam quatro diferentes segmentos ou perfis e reforçaram sua relevância no comportamento deles. Deccax e Campani (2019, 2022), em suas pesquisas, ressaltam a importância de estudos acerca da segmentação dos perfis de investidores para o mercado, todavia, em outra ponta, reconhecem que pesquisas do tipo são poucas. Vieira Silva et al. (2008) analisaram o perfil comportamental do investidor e obtiveram resultados que indicam a relação das finanças comportamentais e o perfil do investidor, naquele caso, especialmente relacionada ao viés do medo do arrependimento.

Segundo Faria e Cardoso (2017), a API realiza-se, embora sem um modelo, utilizando algumas variáveis, mas que existem tentativas de aprofundar essa avaliação para as características comportamentais do indivíduo e que este desenvolvimento é

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

fundamental e pode se tornar uma ferramenta de grande potencial. Souza (2005) faz uma avaliação dos questionários de risco do Merrill Lynch, UBS AG e Lehman Brothers e o comportamento do investidor sob a óptica da *behavioral finance*.

Em sua pesquisa, Deccax e Campani (2019) ressaltam a existência de dois tipos de análise de segmentação de investidores: a) o demográfico (gênero, estado civil, idade, nível de renda, histórico de consumo de produtos financeiros, nível educacional e ocupação profissional); e b) o psicográfico (conhecimento de finanças, valores pessoais, aversão a riscos, racionalidade e benefícios esperados). Eles propõem uma abordagem híbrida, adequada às finanças comportamentais, para a segmentação dos investidores, especialmente em razão das variáveis envolvendo o conceito fundamental da racionalidade do investidor e a ocorrência dos vieses cognitivos, principalmente dos referentes à aversão ao risco, ao excesso de confiança e ao otimismo.

A orientação de uma API que contenha elementos comportamentais permite uma melhor adequação dos produtos e serviços ao investidor, pois permite que a relação entre investidor e instituição seja permeada por um conhecimento mais esclarecedor de quem é o investidor. Isso pode levar também à diminuição da assimetria de informações (Souza, 2023; Zvinakevicius & Giacobbo, 2023) e contribuir para uma mitigação do conflito de interesse, quando a instituição visa benefícios próprios em detrimento dos investidores. Para Deccax e Campani (2019), o ponto mais relevante para a verificação da *suitability*, e que tem motivado uma tendência internacional e crescente de regulação e fiscalização, é o conflito de interesse entre investidores e instituições financeiras.

Para Frantz et al. (2022), ampliar a compreensão da relação entre personalidade e tomada de decisão financeira implica benefícios aos investidores e às instituições. Permite que investidores tenham uma melhor consciência de suas escolhas e um planejamento financeiro mais adequado, evitando a tomada de decisão em contrariedade às suas expectativas e tendências, diminuindo custos financeiros e emocionais. Por outro lado, as instituições podem enriquecer a compreensão de seus clientes e, assim, poderão oferecer uma experiência de investimentos mais adequada e personalizada.

Com relação à confirmação, pode-se acrescentar que é um dos vieses que mais influenciam a tomada de decisão em investimento, de acordo com os trabalhos de Cheng (2018),

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

Chen et al. (2017), Zaleskiewicz e Gasiorowska (2018, 2021), Ossareh et al. (2021), Naimzada e Pireddu (2015), Knauff et al. (2010), Ahn et al. (2010), Lehner et al. (2008), Trichilliet al. (2024), Park et al. (2013), Costa et al. (2017), Charness e Dave (2017), Duong et al. (2014) Perera et al. (2020), Coutts, (2019b), Cafferata e Tramontana (2019), Legoux et al. (2014), Han et al. (2019), Bogan e Just (2009), Lockwood et al. (2022), Kaltwasser (2010), Eriksen et al. (2020), Bisière et al. (2015), Hsu et al. (2021), Kloehn (2009), Bird et al. (2017), Choplin e Stark (2019), Andre (2021), Boeck e Feldkircher (2021), Coutts (2019a), Berthet (2022), Denburg et al. (2022), Midmore (2017), Webb et al. (2016), Nordlund et al. (2022), Abbas et al. (2022) e Kim e Park (2021)

O viés de confirmação pode ser entendido como busca, seleção e interpretação de informações e evidências que corroborem suas crenças, expectativas ou hipóteses preexistentes (Charness & Dave, 2017; Nickerson, 1998). Essa condição pode levar o investidor a erro de racionalidade gerando uma visão de túnel cognitiva em que ocorre uma falha no processamento, na análise e na tomada de decisão coerente com as informações disponíveis, levando a uma interpretação favorável a crenças e valores predefinidos (Lehner et al., 2008), mesmo em contradição a evidências coletadas (Charness & Dave, 2017).

Nesse sentido, pode ocorrer por três principais formas: 1) pela seletividade na busca de informações consonantes com suas crenças, hipóteses e expectativas prévias; 2) pela tendência de interpretar informações ambíguas objetivando reforçar a confiança em suas crenças, hipóteses e expectativas prévias (Park et al. 2013; Costa et al. 2017); e 3) ignorando por completo as evidências dissonantes ou dar-lhes um peso muito menor na tomada de decisão (Charness & Dave, 2017).

Nesse caso, a busca por informações é um elemento-chave na ocorrência do viés de confirmação (Chang & Cheng, 2015). Por essas e outras razões, Cafferata e Tramontana (2019), Park et al. (2013), Schwind et al. (2012) e Trichilli et al. (2022) demonstraram que se trata de uma das questões fundamentais em finanças comportamentais e pode ser considerado um dos aspectos mais problemáticos do raciocínio humano (Nickerson, 1998).

Mas se está claro que a pesquisa e a prática em finanças mudaram em razão das contribuições das finanças comportamentais, a API também deveria mudar. Visto que, como menciona Frantz et al. (2022), a tomada de decisão sobre investimento sob a óptica

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

das finanças comportamentais é mais complexa que um simples processo racional e limitado, pois deve considerar também os elementos psicológicos e comportamentais do investidor.

A REGULAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) DO PERFIL DO INVESTIDOR

A API é um processo (*suitability*) composto por um questionário aplicado pela instituição financeira visando classificar o investidor de acordo com seus interesses financeiros, disposição ao risco e conhecimento. A API visa possibilitar que a instituição financeira ofereça produtos e serviços adequados ao perfil do investidor (Anbima, 2021). Em geral, os investidores são classificados em uma das três formas mais comuns: conservador, moderado ou arrojado (CVM, 2022b).

A regulação da API se faz com o objetivo de oferecer produtos e serviços mais adequados ao perfil do investidor, mas há ainda outro aspecto relacionado à ocorrência do conflito de interesse entre investidores e instituições financeiras (Deccax, 2020).

Para Faria e Cardoso (2017), a crise financeira do *subprime* de 2008 levou alguns países a estabelecer a necessidade de ajuste dos produtos e serviços financeiros ao perfil do investidor (Deccax, 2020). Foi tida como uma linha de ação para aprimorar a relação do investidor com o mercado e uma tentativa de dar estabilidade ao mercado e evitar novas crises como a do *subprime*.

Como um reflexo da crise do *subprime*, o *Bank for International Settlements* (BIS) realizou uma verificação da regulação acerca dos diferentes setores financeiros de países como EUA, Japão e alguns da Europa acerca das exigências regulatórias concernentes ao *suitability* de investidores individuais. Como resultado, observou significativa diversidade regulatória, tendo recomendado que os sistemas regulatórios dos países promovessem uma espécie de harmonização das exigências para minimizar o risco de arbitragem regulatória (Basel Committee on Banking Supervision et al., 2008).

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

Em 2013, a *International Organization of Securities Commissions* (Iosco) publicou um relatório contendo nove princípios a serem levados em consideração pelos órgãos de regulação do mercado a fim de proteger os investidores, incluindo o *suitability*, para distribuição de produtos complexos a fim de promover uma revisão dos quadros dos reguladores-membros em relação ao que foi aprendido com a crise do *subprime* (Iosco, 2013).

Em 2016, a Iosco publicou um outro relatório denominado *Update to the Report on the Iosco Automated Advice Tools Survey*, que discutiu a preocupação com a automatização do aconselhamento financeiro e como isso poderia afetar o sistema financeiro, o perfil e a proteção do investidor, levando à necessidade de que órgãos de regulação estabelecessem regras sobre o assunto (Iosco, 2016). De forma geral, a organização elegeu três objetivos fundamentais para a regulação do mercado: a) proteger os investidores; b) garantir que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; e c) redução do risco sistêmico (Iosco, 2017).

A regulação da necessidade de verificação do perfil do investidor, alinhada às regras internacionais da Iosco (Souza, 2023), iniciou com a realização de audiências públicas pelo mercado em 2011, dando origem à *Instrução CVM nº 539* (2013) que institui a API.

Analisando as determinações trazidas pela *Instrução CVM nº 539* (2013) referente ao API, a Anbima, no âmbito da autorregulação do mercado, enfatizou a importância da referida instrução e da adequação do perfil do cliente a diferentes questões mercadológicas, como a assimetria informacional entre cliente e os especialistas do mercado financeiro, por exemplo (Anbima, n.d.). No mesmo sentido, a Anbima ainda frisou que a API é importante para a estabilidade do mercado e que muitas opções de investimento podem ter seu desempenho bastante prejudicado em razão do comportamento de investidores receosos ou, por outro lado, fortemente estimulado por investidores eufóricos. Como resultado, o comportamento desproporcional de investidores poderia levar à criação de bolhas, permitindo o crescimento expressivo e insustentável na precificação de um ativo, ou a propagação do pânico, com a intolerância generalizada a qualquer tipo de risco. Sendo que uma ou outra situação poderia comprometer a estabilidade do mercado (Anbima, n.d.).

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

Após quase oito anos de vigência, a *Instrução CVM nº 539 (2013)* foi revogada pela *Resolução CVM nº 30 (2021)*. No entanto, a essência da definição do perfil do cliente regulada pela *Instrução CVM nº 539 (2013)* foi mantida também no capítulo II da *Resolução CVM nº 30 (2021)*.

Na *Resolução CVM nº 30 (2021)*, a CVM dispõe sobre o dever de verificação da adequação de produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. No artigo 2º, a *Resolução CVM nº 30 (2021)* dispõe que “[...] as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente”.

Embora a regulação pela CVM determine a obrigatoriedade de realização da API (*Resolução CVM nº 30, 2021*), ela não estabelece um formulário ou teste-padrão, ficando a cargo de cada instituição desenvolver e aplicar o tipo de API que entender mais adequado. A Anbima, por sua vez, no âmbito da autorregulação do mercado, segue a mesma linha da CVM e não determina um formulário-padrão. No artigo 15 do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos, a Anbima determina que os distribuidores devem avaliar e classificar os investidores em, pelo menos, três perfis, levando em consideração a seguinte descrição:

- I. Perfil 1: cliente que declara possuir baixa tolerância a risco, baixo conhecimento em matéria de investimentos e que prioriza investimentos em produtos de investimento com liquidez;
- II. Perfil 2: cliente que declara média tolerância a risco e busca a preservação de seu capital a longo prazo, com disposição a destinar uma parte de seus recursos a investimentos de maior risco; ou
- III. Perfil 3: cliente que declara tolerância a risco e aceita potenciais perdas em busca de maiores retornos (Anbima, 2021).

O mercado tem nomeado o perfil 1 como conservador, o perfil 2 como moderado e o perfil 3 como arrojado ou agressivo (CVM, 2022b).

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

No artigo 3º, a *Resolução CVM nº 30 (2021)* estabelece o que deve ser observado pelos integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários para verificar o perfil do investidor nos termos seguintes:

Art. 3º As pessoas referidas no art. 2º devem verificar se:

- I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente;
- II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e
- III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

O foco da regulação da API é feito sob três aspectos: a) quanto ao objetivo de investimento; b) quanto à situação financeira do investidor; e c) quanto ao conhecimento do investidor.

Para o ajuste do artigo 3º, a CVM ainda determina às instituições financeiras que a API observe, no mínimo:

§ 1º Para cumprimento do disposto no inciso I do caput, as pessoas referidas no art. 2º devem analisar, no mínimo:

- I – o período em que o cliente deseja manter o investimento;
- II – as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos; e
- III – as finalidades do investimento.

§ 2º Para cumprimento do disposto no inciso II do caput, as pessoas referidas no art. 2º devem analisar, no mínimo:

- I – o valor das receitas regulares declaradas pelo cliente;
- II – o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; e
- III – a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente.

§ 3º Para cumprimento do disposto no inciso III do caput, as pessoas referidas no art. 2º devem analisar, no mínimo:

- I – os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade;

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

II – a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas; e
III – a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente (*Resolução CVM nº 30, 2021*).

Nesse caso, para a determinação do objetivo do investidor, deve ser analisado somente o período que deseja manter o investimento; as preferências com relação ao risco a ser assumido e as finalidades do investimento. Dessa análise se percebe que, à exceção da assunção de risco que é um elemento psicográfico, todos os demais são elementos demográficos (Deccax & Campani, 2019).

Quanto à situação financeira do investidor, a regulação determina que seja verificada a compatibilidade do produto ou serviço com o valor das receitas do investidor, o tipo de ativo que ele tem e sua necessidade de liquidez. A análise da situação financeira do investidor é puramente demográfica, não sendo feito qualquer estudo relacionado a questões comportamentais.

Para que o investidor compreenda os riscos ligados ao produto ou serviço, analisam-se os tipos de produtos ou serviços, a natureza e a frequência de operação do investidor e sua formação acadêmica e experiência. Leva-se ainda em consideração um elemento psicográfico que é o conhecimento do investidor em relação às finanças. Todavia os demais elementos são demográficos.

De toda forma, é clara a inexistência de necessidade, pela norma atual, de análise de qualquer componente ou elemento comportamental, de vieses e heurísticas e, especialmente para este artigo, do viés de confirmação.

No âmbito legal, a *Lei nº 6.385 (1976)* cria a CVM e estabelece como sua competência a regulação e fiscalização do mercado. A mesma lei estabelece no artigo 4º, entre outras atribuições, que cabe à CVM: a) estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; e b) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Nesse contexto legal, as pesquisas de Deccax e Campani (2019), Frantz et al. (2022) e Souza (2023) ressaltaram a relevância da incorporação de elementos comportamentais na API, com a possibilidade de benefícios tanto para investidores como para instituições.

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

Tais benefícios podem estimular a formação de incremento do mercado e o estímulo à poupança e ao investimento. Por outro lado, para assegurar práticas comerciais equitativas, também é importante mitigar o conflito de interesses que possa existir na tomada de decisão de investimento, e a utilização do *suitability* é uma tendência mundial para a regulação das decisões de investimentos (Deccax, 2020; Frantz et al., 2022; Zvinakevicius & Giacobbo, 2023).

Segundo Zakia (2023), a regulação do mercado, voltada à gestão de risco e inerente ao próprio regulado, deve ocorrer primordialmente com o intuito de combater a assimetria informacional e externalidades. Isso porque a regulação deve ser orientada no sentido de mitigar risco e sob a perspectiva de proteção de seus participantes. Para tanto, vale ressaltar o princípio do *full disclosure* (CVM, 2022a) como fundamento da regulação e destinado a conferir a mais ampla e completa prestação de informações. Na prática, a aplicação do *full disclosure* ocorrerá quando o investidor estiver suficientemente provido das informações correntes sobre o investimento. Isso ocorrerá necessariamente por uma correta indicação de produtos/serviços adequados à sua API, inclusive levando em consideração as questões comportamentais.

Cabe ressaltar que a própria CVM (2020) não está inerte à pesquisa e aos reflexos decorrentes das finanças comportamentais no mercado, haja vista dar espaço em sua página oficial da internet a abordagens de temas como “Ciências e estudos comportamentais” por meio do Centro de Estudos Comportamentais e Pesquisa (Cecop).

Atenta ao mercado investidor, a Anbima realiza desde 2018 o “Raio-X do investidor brasileiro”. Trata-se de uma pesquisa elaborada com o Datafolha, que visa entender quem é o investidor brasileiro.

Na Tabela 1, foram selecionadas algumas das características analisadas pela Anbima na quinta, sexta e sétima edições agrupadas pelo objetivo dos investimentos, situação financeira, conhecimento sobre finanças e busca por informações.

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

TABELA 1 – Raio-X do investidor realizado pela Anbima

	Investe para	7ª Edição/2024	6ª Edição/2023	5ª Edição/2022
Objetivo do investimento	Comprar imóvel/casa própria	33,10%	29,70%	32,70%
	Manter aplicado	19,60%	20,80%	23,60%
	Viagem/passeio	10,30%	10,60%	7,20%
	Comprar carro/moto	10,30%	11,10%	8,30%
Classe social				
Situação financeira	A	2,90%	2,80%	3,00%
	B1	4,90%	5,20%	5,20%
	B2	16,70%	15,80%	16,60%
	C1	20,00%	21,70%	21,40%
	C2	26,70%	26,00%	26,00%
	D/E	28,90%	28,40%	27,90%
	Renda familiar*			
	Até 1.320,00	25,40%	19,30%	47,50%
	1.321,00 a 2.640,00	23,90%	22,80%	24,80%
	2.641,00 a 3.960,00	17,70%	18,50%	10,60%
3.961,00 a 6.600,00	17,40%	18,00%	7,20%	
6.601,00 a 13.200,00	8,90%	9,50%	3,70%	
Escolaridade				
Conhecimento sobre finanças	Primário	15,80%	15,50%	20,80%
	Colegial	34,30%	33,90%	40,80%
	Superior	10,10%	9,58%	10,00%
	Produtos financeiros			
	Poupança	25,00%	26,00%	23,00%
	Fundos	4,40%	4,00%	3,00%
	Ações	2,50%	2,00%	2,00%
Título privado	4,80%	4,00%	2,00%	
Onde busca informação				
Busca por informações	Amigos/parentes	18,00%	18,90%	25,97%
	Sites/blog de investimento	11,50%	13,20%	25,56%
	Assessor/gerente presencial	28,00%	23,30%	24,18%
	App da corretora	11,90%	11,00%	19,27%
	Influenciadores digitais	4,70%	5,60%	10,73%
	Portais e fóruns	3,40%	3,70%	10,27%
	Não busca	8,90%	3,70%	11,90%
	Assessor/gerente a distância	4,30%	4,00%	7,29%
	Consultoria	4,60%	3,10%	5,04%
	Outros	3,30%	–	3,74%
	Internet/redes sociais	1,40%	–	1,44%
	Não respondeu	0%	–	1,60%

* Valores referentes à sétima edição de 2024.

Nota: Elaborada com base em Anbima (2022, 2023 e 2024).

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

Os dados apresentados na Tabela 1 são interessantes para um importante componente de regulação: a relação da norma (fato jurídico) com o fato (realidade normatizada), uma vez que os dados ali apresentados buscam caracterizar o investidor brasileiro.

As pesquisas em cada uma de suas edições contaram com 5.814 pesquisados para a sétima, 5.818 para a sexta e não foram encontrados os dados de pesquisados para a quinta edição.

Pela Tabela 1, pode-se perceber que a compra da casa própria é o principal objetivo de investimento, sendo também relevante o percentual de investidores que buscam manter o dinheiro aplicado.

Quanto à situação financeira, percebe-se que a maioria dos investidores é da classe B2 a E, cuja renda familiar é menor, como se pode conferir nos dados acerca da renda familiar.

Com relação ao conhecimento sobre finanças, a maioria tem o colegial completo e apenas cerca de 10% têm o ensino superior completo. Agora, quanto ao produto financeiro, o principal instrumento de investimento é a poupança em todas as edições da pesquisa.

De maneira geral, pode-se caracterizar que, em sua maioria, os investidores têm apenas o segundo grau completo (colegial), aplicam majoritariamente na poupança, ganham até três vezes o valor do salário-mínimo e têm como principal objetivo a compra da casa ou a manutenção do valor aplicado.

As características apontadas pela Tabela 1 levam a compreender que, em sua maioria, o público é formado de pequenos investidores e com pouco conhecimento sobre o mercado e pouca formação acadêmica. Quando alinhada com a fonte na qual é realizada a busca pela informação, a tabela revela que, na sétima edição, 36,90% procuraram assessoria ou consultoria sobre investimento, na sexta, foram 30,40% e na quinta edição, 36,51%. Isso nos revela que em torno de 65% procuram informações sem uma orientação profissional. Por outro lado, mesmo aqueles que recebem orientação de especialistas também acabam dando maior credibilidade às orientações, se estas estão em consonância com suas crenças e opiniões (Zaleskiewicz & Gasiorowska, 2018).

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

A tomada de decisão do investidor que tem pouco conhecimento (Anbima, 2022, 2023, 2024) pode ser afetada significativamente por questões comportamentais, como o viés de confirmação.

Esse fato revela que as buscas por investimentos podem estar ligadas a crenças infundadas, levantando a importância de analisar o perfil comportamental dos investidores, principalmente pela situação em que a forma como os indivíduos buscam informações sobre investimentos pode gerar a manifestação do viés de confirmação. De certa forma, a opção pela caderneta de poupança, por ser mais conservadora, pode sugerir que, de acordo com outras pesquisas, a maioria dos investidores apresenta o perfil conservador (Haubert et al., 2014; Vieira Silva et al., 2008).

Em recente estudo com investidores brasileiros, Costa (2025) observou que, independentemente do perfil, os investidores estão sujeitos ao viés de confirmação na busca de informações sobre investimentos. Além disso, confirmou que o maior número de investidores é conservador e aqueles com perfil moderado têm 87% menos chance de apresentar viés de confirmação em comparação com os participantes identificados com o perfil conservador. Nesse sentido, a menor probabilidade de incorrer no viés se dá pelo fato de que os moderados estão mais abertos à busca de informações sobre investimentos conservadores e arrojados. Assim, os resultados desse estudo reforçam a necessidade de alterar a Resolução 30 a fim de instituir a obrigatoriedade de analisar o comportamento do investidor em relação ao viés de confirmação. Por outro lado, sugerem que os perfis conservador e arrojado estão mais propensos à ocorrência do viés de confirmação, realçando, uma vez mais, a relevância de levar em conta questões comportamentais na API.

As pesquisas científicas, práticas e teóricas mencionadas neste artigo dão conta da ocorrência do viés de confirmação em investidores e especialmente sobre a estreita relação desse viés com a busca seletiva por informações que confirmem suas crenças e expectativas preexistentes. Ao confrontarmos os dados da Tabela 1 com a forma pela qual ocorre o viés de confirmação, evidencia-se a clara necessidade de que a regulação em torno da API leve em consideração esse fato.

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

No presente não há uma análise personalizada do perfil de cliente, mas uma categorização dos investidores em três grupos de perfis predefinidos (Anbima, 2021; CVM, 2022b). O que contraria a tendência atual, pois cada vez mais torna-se evidente a necessidade de que a API tenha informações mais detalhadas, principalmente para incorporar questões relacionadas ao perfil psicológico e sociológico do investidor (Deccax, 2020; Frantz et al., 2022).

Conforme se pode verificar na norma que regula a API, especificamente o artigo 3º da *Resolução CVM nº 30* (2021), não existe qualquer dispositivo ou menção à necessidade de que as instituições previstas no artigo 2º dessa norma levem em consideração o viés de confirmação no processo da API. Essa situação nega o fato da ocorrência do viés de confirmação em investidores e é contrária à finalidade determinada pela *Lei nº 6.385* (1976) no sentido de que a regulação deve a) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; e b) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Nesse ponto, vale ressaltar que o valor das finanças comportamentais e sua aplicação no mercado financeiro é uma realidade. Por outro lado, também se mostra como realidade o fato de as pessoas incorrerem no viés de confirmação em investidores. Outrossim, valor e fato se somam como a necessidade de que a norma regulamente o que a realidade denota, ponto já devidamente fundamentado na forma da teoria tridimensional do Direito (Reale, 2012).

A PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DA RESOLUÇÃO CVM Nº 30

A regulação da API é proteger o investidor possibilitando a oferta de produtos e serviços mais adequados ao seu perfil. Essa motivação está na base dos princípios defendidos pela Iosco (2017) e ainda permite a mitigação do conflito de interesses entre agentes do mercado e investidor, auxilia na estabilização do mercado, evitando crises econômicas, e permite o aprimoramento da relação investidor e mercado.

Por outro ponto de análise, a regulação também deve se basear na mitigação da assimetria informacional com foco no alcance do *full disclosure*, visando, novamente,

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

proteger os investidores. Na prática, o *full disclosure* ocorrerá quando o investidor estiver provido das informações coerentes com seu perfil. Pode-se ainda verificar pela pesquisa do Raio-X Anbima (Anbima, 2024) que apenas 36,90% dos investidores procuram informação profissional com assessores/gerentes/consultores e 54,2%, em fontes diversas que podem ou não oferecer dados adequados. Essa forma de investigação aliada à baixa escolaridade apresentada pelos investidores pode deixá-los expostos a eventos adversos aos quais buscavam quando decidiram investir.

Cabe aqui relembrar que a busca de informação é um elemento especialmente relevante para a ocorrência do viés de confirmação. Por todo esse desenvolvimento argumentativo, torna-se relevante e adequado aos princípios da regulação cultivados pela Iosco e pela CVM que a API considere também componentes comportamentais que ocorrerem na tomada de decisão de investimento.

Atualmente, o foco da regulação do API é feito sob três aspectos: a) quanto ao objetivo de investimento; b) quanto à situação financeira do investidor; e c) quanto ao conhecimento do investidor.

Sendo a redação da API prevista na forma do artigo 3º da *Resolução CVM nº 30 (2021)*:

Art. 3º As pessoas referidas no art. 2º devem verificar se:

- I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente;
- II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e
- III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

Outrossim, o objetivo deste artigo é que a CVM leve em consideração o estado atual da ciência acerca dos vieses comportamentais, especialmente o de confirmação, bem como as características do investidor brasileiro, visando alterar o artigo 3º da *Resolução CVM nº 30 (2021)* a fim de incluir a necessidade de verificação pelas pessoas referidas no artigo 2º, além do que já foi verificado, também da análise da ocorrência do viés de confirmação. Nesse caso, a redação da norma passaria a contar com um quarto inciso, na forma seguinte:

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

Art. 3º As pessoas referidas no art. 2º devem verificar se:

- I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente;
- II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação;
- III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação; e
- IV – a forma pela qual o cliente busca e interpreta informações sobre investimentos, visando verificar a ocorrência (ou não) do viés de confirmação na tomada de decisão.

CONCLUSÃO

Este artigo buscou demonstrar a insuficiência da forma pela qual a API é feita atualmente, haja vista a não adequação desse tipo de análise à ocorrência de vieses comportamentais, especialmente o de confirmação.

A proposta de inserção de um quarto parágrafo relacionado à análise do viés de confirmação pode vir a suprir tal deficiência da API, permitindo que o perfil do investidor seja devidamente analisado e garantindo que os produtos e serviços a serem oferecidos estejam de fato adequados a seu perfil.

Além disso, dada as características e peculiaridades do comportamento, sugere-se que a norma seja revista de tempos em tempos, a cada cinco anos, a fim de verificar e analisar eventuais alterações comportamentais do investidor na tomada de decisão de investimento.

A atualização da API para uma Análise de Perfil Comportamental do Investidor (APCI) permitirá que a regulação da CVM se aproxime um pouco mais dos princípios de proteção, adequação do produto e serviço ao investidor, da mitigação da assimetria informacional e da transparência (*full disclosure*).

REFERÊNCIAS

- Abbas, A., Moosa, I., & Ramiah, V. (2022). The contribution of human capital to foreign direct investment inflows in developing countries. *Journal of Intellectual Capital*, 23(1), 9–26. <https://doi.org/10.1108/JIC-12-2020-0388>
- Ahn, H.-J., Cai, J., & Chung, J. M. (2010). Do informed traders trade more when the market is thick? Evidence from the Nikkei 225 index redefinition of April 2000. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39(4), 495–523. <https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2010.01021.x>
- Andre, A. (2021). The concealed gift. *Anthropological Theory*, 21(1), 50–81. <https://doi.org/10.1177/1463499620912964>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. (2021). *Código para distribuição de produtos de investimento*. https://www.anbima.com.br/data/files/81/53/48/7E/2E48D8109E7026D8B82BA2A8/Codigo_Distribuicao_Produtos_Investimento_14.07.21.pdf
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. (2022). *Raio-X do investidor brasileiro* (5a ed.). https://www.anbima.com.br/data/files/D2/53/F2/3D/A5AB0810B5890B086B2BA2A8/Relatorio_5_edicao_do_Raio_X_do_Investidor_Brasileiro.pdf
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. (2023). *Raio-X do investidor brasileiro* (6a ed.). <https://www.anbima.com.br/data/files/20/45/EE/F7/314F69106AF42F69B82BA2A8/Relatorio-Raio-X-do-Investidor-6.pdf>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. (2024). *Raio-X do investidor brasileiro* (7a ed.). <https://www.anbima.com.br/data/files/9D/52/B3/C7/38C0091004DA0EF8EA2BA2A8/Relatorio-Raio-X-do-Investidor-7.pdf>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. (n.d.). *Ética, regulamentação e análise do perfil do investidor*. [Material institucional]. <https://www.anbima.com.br/data/files/10/40/99/33/466A4810EA926748882BA2A8/CPA-10-Cap2.pdf>
- 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. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

- Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, & International Association of Insurance Supervisors. (2008). *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/joint20.pdf>
- Berthet, V. (2022). The impact of cognitive biases on professionals' decision-making: a review of four occupational areas. *Frontiers in Psychology*, 12, e8024391. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.802439>
- Bird, G., Du, W., & Willett, T. (2017). Behavioral finance and efficient markets: what does the Euro crisis tell us? *Open Economies Review*, 28(2), 273–295. <https://doi.org/10.1007/s11079-017-9436-1>
- Bisière, C., Decamps, J.-P., & Lovo, S. (2015). Risk attitude, beliefs updating, and the information content of trades: an experiment. *Management Science*, 61(6), 1378–1397. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1886>
- Bittencourt, J. A. de, Sardinha, G., Barbosa, C. A., Alves, R. C. S., & Oliveira, S. A. de. (2018). Análise da relação entre o perfil de investidor, a realidade do mercado de renda fixa e variável e a teoria da aversão à perda. *Razão Contábil e Finanças*, 9(2). <https://doi.org/10.71136/rrcef.v9i2.293>
- Boeck, M., & Feldkircher, M. (2021). The impact of monetary policy on yield curve expectations. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 191, 887–901. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2021.09.044>
- Bogan, V., & Just, D. (2009). What drives merger decision-making behavior? Don't seek, don't find, and don't change your mind. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 72(3), 930–943. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2009.08.007>
- Cafferata, A., & Tramontana, F. (2019). A financial market model with confirmation bias. *Structural Change and Economic Dynamics*, 51, 252–259. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2019.08.004>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.004>

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

- Chang, Y.-C., & Cheng, H.-W. (2015). Information environment and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 59, 250–264. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.06.013>
- Charness, G., & Dave, C. (2017). Confirmation bias with motivated beliefs. *Games and Economic Behavior*, 104, 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.geb.2017.02.015>
- Chen, J., Jung, M. J., & Ronen, J. (2017). The confirmation effect of analyst recommendation reiterations. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(4), 576–592. <https://doi.org/10.1177/0148558X16662577>
- Cheng, C. X. (2018). Confirmation bias in investments. *International Journal of Economics and Finance*, 11(2), 50. <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n2p50>
- Choi, S. J., & Pritchard, A. C. (2003). Behavioral economics and the SEC. *Boalt Working Papers in Public Law*, 1–85. <https://escholarship.org/uc/item/4tf7r9tz>
- Choplin, J. M., & Stark, D. P. (2019). Whispering sweet nothings: a review of verbal behaviors that undermine the effectiveness of government-mandated home-loan disclosures. *Cognitive Research: Principles and Implications*, 4(6), 1–15. <https://doi.org/10.1186/s41235-019-0154-7>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2020). *Centro de Estudos Comportamentais e Pesquisa (Cecop)*. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/educacao/ciencias-e-estudos-comportamentais/estudos-e-pesquisas>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2022a). *Direito do mercado de valores mobiliários*. <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2022b). *Guia CVM – Suitability*. <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/guias/guia-de-suitability-lancamento/>
- Costa, D. F., Carvalho, F., Moreira, B. C. D., & do Prado, J. W. (2017). Bibliometric analysis on the association between behavioral finance and decision making with cognitive biases such as overconfidence, anchoring effect and confirmation bias. *Scientometrics*, 111(3), 1775–1799. <https://doi.org/10.1007/s11192-017-2371-5>
- Costa, D. F., Ribeiro, W. C., Silva, W. S., Moreira, B. C. M., Lucena, W. G. L. (2025). Investor Risk Profiles and the Manifestation of Confirmation Bias in Selective Information Search. <https://ssrn.com/abstract=5563486>

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

- Coutts, A. (2019a). Good news and bad news are still news: experimental evidence on belief updating. *Experimental Economics*, 22(2), 369–395. <https://doi.org/10.1007/s10683-018-9572-5>
- Coutts, A. (2019b). Testing models of belief bias: an experiment. *Games and Economic Behavior*, 113, 549–565. <https://doi.org/10.1016/j.geb.2018.11.001>
- Deccax, R. A. (2020). *Proposição de uma nova API (Análise de Perfil do Investidor) para verificação de “suitability” por exigência regulatória e para fins comerciais*. [Tese de Doutorado, Universidade Federal do Rio de Janeiro]. https://www.coppead.ufrj.br/wp-content/uploads/2021/06/Tese_Ronaldo_Deccax.pdf
- Deccax, R. A., & Campani, C. H. (2019). Investor segmentation: how to improve current techniques by incorporating behavioural finance concepts? *International Journal of Economics and Business Research*, 18(1), 31–48. <https://doi.org/10.1504/IJEBR.2019.100647>
- Deccax, R. A., & Campani, C. H. (2022). Segmentation of current and potential investors in retirement plans to retain and capture customers. *Brazilian Business Review*, 19(1), 19–38. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.1.2>
- Denburg, N. L., Collins, S. M., Garcia, N. P., & Cole, P. (2022). Enhancing older adult financial decision making through the use of self-evaluation worksheets. *Frontiers in Psychology*, 13, e790088. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.790088>
- Donadio, R. (2018). *O perfil de risco do investidor e a tomada de decisão: Uma abordagem comportamental*. [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo]. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-15102018-131902/publico/CorrigidoRosimara.pdf>
- Duong, C., Pescetto, G., & Santamaria, D. (2014). How value-glamour investors use financial information: UK evidence of investors' confirmation bias. *European Journal of Finance*, 20(6), 524–549. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2012.722117>
- Eriksen, M. D., Fout, H. B., Palim, M., & Rosenblatt, E. (2020). Contract price confirmation bias: evidence from repeat appraisals. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 60, 77–98. <https://doi.org/10.1007/s11146-019-09716-w>
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of Business*, 38(1). <https://www.jstor.org/stable/2350752>

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Faria, F. H., & Cardoso, V. A. da S. (2017). Perfil de risco e otimismo em decisões de investimento: uma análise das finanças comportamentais. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 8(1), 48–63. <https://doi.org/10.6008/SPC2179-684X.2017.001.0004>
- Frantz, A., Olivo, R. L. de F., Sales, G. A. W., & Silva, F. (2022). Toward enhanced excellence in Brazilian investment firms: the role of investors' personality assessment tools. *Benchmarking*, 29(3), 856–877. <https://doi.org/10.1108/BIJ-09-2020-0488>
- Güttler, B. P., & Benevenuti, V. (2021). Análise do perfil de investidor dos clientes de um agente autônomo de investimentos/Analysis of customer investor profile of an investment firm. *Brazilian Journal of Business*, 3(1), 710–723. <https://doi.org/10.34140/bjbv3n1-042>
- Han, B., Lu, L., & Zhou, Y. (2019). Two trees with heterogeneous beliefs: spillover effect of disagreement. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(4), 1791–1819. <https://doi.org/10.1017/S0022109018001266>
- Haubert, F. L. C., Lima, C. R. M. de, & Lima, M. V. A. de. (2014). Finanças comportamentais: uma investigação com base na teoria do prospecto e no perfil do investidor de estudantes de cursos stricto sensu portugueses. *Revista de Ciência da Administração*, 16(38), 183–195. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2014v16n38p183>
- Hsu, Y.-L., Chen, H.-L., Huang, P.-K., & Lin, W.-Y. (2021). Does financial literacy mitigate gender differences in investment behavioral bias? *Finance Research Letters*, 41, e101789. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101789>
- Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. (2013). Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2013). *Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products: final report*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd400.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2016). *Update to the report on the IOSCO automated advice tools survey: final report*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

- International Organization of Securities Commissions. (2017). *Objectives and principles of securities regulation*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd561.pdf>
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (2019). Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias. In D. Kahneman & A. Tversky (Eds.), *Choices, values, and frames* (pp. 159–170). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511803475.009>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 42(2), 263–292. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kaltwasser, P. R. (2010). Uncertainty about fundamentals and herding behavior in the FOREX market. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 389(6), 1215–1222. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2009.11.012>
- Keller, C., & Siegrist, M. (2006). Money attitude typology and stock investment. *Journal of Behavioral Finance*, 7(2), 88–96. https://doi.org/10.1207/s15427579jpfm0702_3
- Kim, K. S., & Park, Y. W. (2021). Long-term performance following share repurchase, signaling costs and accounting transparency: Korean evidence. *Review of Accounting and Finance*, 20(2), 143–166. <https://doi.org/10.1108/RAF-07-2020-0191>
- Kloehn, L. (2009). Preventing excessive retail investor trading under MiFID: a behavioural law and economics perspective. *European Business Organization Law Review*, 10(3), 437–454. <https://doi.org/10.1017/S1566752909004376>
- Knauff, M., Budeck, C., Wolf, A. G., & Hamburger, K. (2010). The illogicality of stockbrokers: Psychological experiments on the effects of prior knowledge and belief biases on logical reasoning in stock trading. *PLoS ONE*, 5(10), e13483. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0013483>
- Legoux, R., Léger, P.-M., Robert, J., & Boyer, M. (2014). Confirmation biases in the financial analysis of IT investments. *Journal of the Association for Information Systems*, 15(1), 33–52. <https://aisel.aisnet.org/jais/vol15/iss1/1>
- Lehner, P. E., Adelman, L., Cheikes, B. A., & Brown, M. J. (2008). Confirmation bias in complex analyses. *IEEE Transactions on Systems, Man, and Cybernetics – Part A: Systems and Humans*, 38(3), 584–592. <https://doi.org/10.1109/TSMCA.2008.918634>

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

- Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm
- Lockwood, J., Lockwood, L., Miao, H., Uddin, M. R., & Li, K. (2022). Does analyst optimism fuel stock price momentum? *Journal of Behavioral Finance*, 24(4), 411-427. <https://doi.org/10.1080/15427560.2022.2025595>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Midmore, P. (2017). The science of impact and the impact of agricultural science. *Journal of Agricultural Economics*, 68(3), 611-631. <https://doi.org/10.1111/1477-9552.12242>
- Modigliani, F., & Miller, H. M. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://www.jstor.org/stable/2351143>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: reply. *American Economic Review*, 49(4), 655-669. <https://www.jstor.org/stable/1812919>
- Naimzada, A., & Pireddu, M. (2015). Real and financial interacting markets: a behavioral macro-model. *Chaos, Solitons & Fractals*, 77, 111-131. <https://doi.org/10.1016/j.chaos.2015.05.007>
- Nickerson, R. S. (1998). Confirmation bias: a ubiquitous phenomenon in many guises. *Review of General Psychology*, 2(2), 175-220. <https://doi.org/10.1037/1089-2680.2.2.175>
- Nordlund, B., Lorentzon, J., & Lind, H. (2022). Practice briefing: a note on auditing fair value of investment properties. *Journal of Property Investment & Finance*, 40(1), 108-115. <https://doi.org/10.1108/JPIF-01-2021-0009>
- Ossareh, A., Pourjafar, M. S., & Kopczewski, T. (2021). Cognitive biases on the Iran stock exchange: unsupervised learning approach to examining feature bundles in investors' portfolios. *Applied Sciences*, 11(22), 10916. <https://doi.org/10.3390/app112210916>
- Park, J., Konana, P., Gu, B., Kumar, A., & Raghunathan, R. (2013). Information valuation and confirmation bias in virtual communities: evidence from stock message boards. *Information Systems Research*, 24(4), 1050-1067. <https://doi.org/10.1287/isre.2013.0492>

WESLLAY CARLOS RIBEIRO, DANIEL FONSECA COSTA, BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA, WASHINGTON SANTOS SILVA

- Perera, D., Chand, P., & Mala, R. (2020). Confirmation bias in accounting judgments: the case for International Financial Reporting Standards for small and medium-sized enterprises. *Accounting & Finance*, 60(4), 4093–4119. <https://doi.org/10.1111/acfi.12523>
- Reale, M. (2012). *Teoria tridimensional do direito* (5a ed.). Saraiva.
- Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021. (2021). Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol030.pdf>
- Schwind, C., & Buder, J. (2012). Reducing confirmation bias and evaluation bias: When are preference-inconsistent recommendations effective – and when not? *Computers in Human Behavior*, 28(6), 2280–2290. <https://doi.org/10.1016/j.chb.2012.06.035>
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99–118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Simon, H. A. (1956). Rational choice and the structure of the environment. *Psychological Review*, 63(2), 129–138. <https://doi.org/10.1037/h0042769>
- Simon, H. A. (1979). Rational decision making in business organizations. *American Economic Review*, 69(4). <https://www.jstor.org/stable/1808698>
- Souza, C. R. V. de. (2005). *Avaliando questionários de risco e o comportamento do investidor sob a ótica de behavioral finance*. [Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas]. <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/283633de-3847-4edd-a944-c4dbbb473646/content>
- Souza, M. S. de. (2023). *O perfil do investidor determina seu comportamento financeiro? Uma análise a partir de seus valores pessoais*. [Tese de Doutorado, Universidade Presbiteriana Mackenzie]. <https://adelpha-api.mackenzie.br/server/api/core/bitstreams/8c32793a-a5cf-469f-80dc-9fd3ef474a2a/content>
- Thaler, R. H. (2008). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 27(1), 15–25. <https://doi.org/10.1287/mksc.1070.0330>
- Thaler, R., & Sunstein, C. (2019). *Nudge: como tomar melhores decisões sobre dinheiro, saúde e felicidade*. Objetiva.

ANÁLISE DO PERFIL COMPORTAMENTAL DO INVESTIDOR

- Trichilli, Y., Gaadane, S., Abbes, M. B., & Masmoudi, A. (2022). Impact of the confirmation bias on returns, expectations and hedging of optimistic and pessimistic traders before and during Covid-19 pandemic. *EuroMed Journal of Business*, 19(2), 338–365. <https://doi.org/10.1108/EMJB-03-2022-0046>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453–457. <https://www.science.org/doi/10.1126/science.7455683>
- Vieira Silva, W., Maia Del Corso, J., Silva, S. M. da, & Oliveira, E. de. (2008). Finanças comportamentais: análise do perfil comportamental do investidor e do propenso investidor. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 7(2), 1–14. <https://www.periodicosibepes.org.br/index.php/recadm/article/view/48>
- Webb, B., Hine, A. C., & Bailey, P. E. (2016). Difficulty in differentiating trustworthiness from untrustworthiness in older age. *Developmental Psychology*, 52(6), 985–995. <https://doi.org/10.1037/dev0000126>
- Zakia, M. L. P. F. (2023). Estrutura de regulação no mercado de capitais. *Brazilian Journal of Development*, 9(6), 19688–19707. <https://doi.org/10.34117/bjdv9n6-065>
- Zaleskiewicz, T., & Gasiorowska, A. (2018). Tell me what I wanted to hear: confirmation effect in lay evaluations of financial expert authority. *Applied Psychology: An International Review*, 67(4), 686–722. <https://doi.org/10.1111/apps.12145>
- Zaleskiewicz, T., & Gasiorowska, A. (2021). Evaluating experts may serve psychological needs: self-esteem, bias blind spot, and processing fluency explain confirmation effect in assessing financial advisors' authority. *Journal of Experimental Psychology: Applied*, 27(1), 27–45. <https://doi.org/10.1037/xap0000308>
- Zvinakevicius, D. J., & Giacobbo, T. S. F. de B. (2023). Finanças comportamentais: a importância do suitability na decisão de investir. *Revista de Gestão e Secretariado*, 14(10), 17919–17931. <https://doi.org/10.7769/gesec.v14i10.3012>