

PROCESSO DE ANÁLISE DO PERFIL DO INVESTIDOR (SUITABILITY)

Uma análise qualitativa e quantitativa da aplicação da Resolução CVM 30

Avaliação de Resultado Regulatório (ARR)

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade (ASA)

Janeiro/2025



Elaboração: Equipe da Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade – ASA

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) e pela Superintendência de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis (SOI), a quem agradecemos especialmente pelo auxílio nas diversas fases do trabalho. Também gostaríamos de agradecer à ANBIMA e à BSM pelas conversas concedidas, e às várias corretoras que responderam aos nossos questionamentos.

As opiniões e conclusões apresentadas neste trabalho são exclusivamente de seus autores e não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas técnicas da Autarquia.





Sumário

I – Sumário Executivo	6
II – Contexto e escopo da ARR.....	11
III – Objetivos regulatórios e árvores de problema regulatório	16
III.1 – Problemas regulatórios	16
III.1.1 – Conflito de interesses.....	16
III.1.2 – Assimetria de informações	17
III.3 – Consequências dos problemas regulatórios	19
III.4 – Objetivos regulatórios	22
IV - Regulação existente para mitigação dos problemas regulatórios e breve histórico de sua evolução	23
IV.1 - Normas do órgão regulador (CVM).....	23
IV.1.1 - Breve histórico.....	23
IV.1.1 – Participantes sujeitos.....	24
IV.1.3 – Conteúdo dos normativos	26
IV.2 – Normas da autorregulação da ANBIMA.....	31
IV.3 – Normas de autorregulação da BSM.....	33
V - Benchmark internacional	34
V.1 – Estados Unidos da América (EUA).....	34
V.1.1 – FINRA Rule 2111.....	34
V.1.2 – Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct (SEC)	38
V.1.3 – Dever Fiduciário – <i>Investment Advisors</i>	41
V.2 – União Europeia (UE)	42
V.2.1 – Principais instrumentos regulatórios	42
V.2.2 – Regulação específica sobre o tema <i>suitability</i>	44
V.3 – Resumo comparativo: EUA, UE e Brasil	52
VI – Avaliação de indicadores de eficácia da regulação (qualitativos e quantitativos).....	56
VI.1 – Dados de autorreguladores.....	57
VI.1.1 – Apontamentos de auditoria e Processos Administrativos Disciplinares da BSM por intermediários com registro ativo na CVM	58



VI.1.2 – Reclamações de investidores relativas a <i>suitability</i> iniciadas na BSM em busca do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), por milhão de CPFs únicos registrados em mercado organizado de bolsa	59
VI.1.3 – Análise Qualitativa – Padrões predominantes das reclamações de investidores relativas a <i>suitability</i> iniciadas na BSM em busca do MRP	61
VI.1.4 – Dados oriundos da atividade de supervisão e sanção da ANBIMA	66
VI.2 – Dados obtidos via regulador	71
VI.2.1 - Processos administrativos abertos na CVM/SMI referentes a <i>suitability</i> , por número de intermediários com registro ativo na CVM	71
VI.2.2 – Reclamações de investidores referentes a <i>suitability</i> na CVM/SOI	74
VI.2.3 – Análise Qualitativa - Completude e adequação formal dos questionários aplicados pelos intermediários para classificação do perfil de risco do investidor	76
VI.2.4 – Análise Quantitativa e Qualitativa - Dados de pesquisa temática junto aos investidores	83
VII – Conclusões e recomendações	99
REFERÊNCIAS	111
ANEXO A - Pesquisa CVM sobre o processo de classificação do perfil do investidor	116



I – Sumário Executivo

A Resolução CVM 30 (doravante “RCVM 30”) regulamenta o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações financeiras ao perfil de risco do cliente investidor, processo também conhecido pelo jargão *suitability*.

Neste estudo de Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), buscamos encontrar evidências que indiquem se o normativo em tela está cumprindo seus objetivos regulatórios e eventualmente apontar possíveis pontos de melhoria. Em complemento, registramos que a presente ARR não foca em abordar a dimensão de eficiência, ou seja, a relação entre os custos e benefícios do processo de adequação para regulados e investidores.

A Avaliação inicialmente contextualiza a introdução do normativo e explica seus principais comandos. Posteriormente, os problemas regulatórios e os objetivos regulatórios são expostos e vinculados. Finalmente, análises quantitativas e qualitativas são conduzidas para obter conclusões acerca da eficácia regulatória.

Para tanto, foram analisados dados oriundos de três fontes: i) autorreguladores (BSM e ANBIMA); ii) dados internos do regulador (CVM); iii) dados obtidos via pesquisa temática junto aos investidores. Ademais, foi realizada pesquisa comparativa de boas práticas em outras jurisdições (EUA e União Europeia).

Assim, resumimos os principais fatos destacados ao longo do estudo:

1. Em linhas gerais há uma convergência entre os arcabouços regulatórios nacionais e internacionais, no sentido de que a abordagem de *suitability* é majoritariamente principiológica e pautada numa abordagem baseada em risco. O arcabouço brasileiro é mais prescritivo em relação às análises e aos dados que devem ser coletados para o processo, ao passo que as regulações estrangeiras tendem a conferir discricionariedade para a ponta comercial.



2. A norma mostrou-se eficaz para dar base à atuação da supervisão e dissuasão pelos autorreguladores e regulador, com conseqüente redução dos apontamentos de auditoria por número de intermediários com registro ativo na CVM, entre 2019 e 2023.
3. A redução recente do número de reclamações de investidores relativas a *suitability* iniciadas na BSM em busca de MRP por milhão de CPFs únicos registrados na bolsa sugere que, a despeito da entrada de novos investidores, os quais tendem a ser menos experientes e mais suscetíveis a fricções no processo de *suitability* e na jornada de investimento em geral, houve um fator de melhoria na eficácia do processo, uma vez que o número de processos não acompanhou proporcionalmente essa entrada de investidores.
4. A análise qualitativa dos processos de MRP aponta que as principais fontes de fricção e ineficácia no processo de *suitability*, com base nesse conjunto de informações, encontram-se na classificação inadequada do perfil de risco do investidor, agravada pela atuação indutora de assessores de investimento. Verifica-se ainda que os “Termos de Ciência de Desenquadramento e Risco” exigidos pela norma acabam servindo mais como uma ferramenta de proteção jurídica dos intermediários do que como uma ferramenta de orientação e educação aos investidores.
5. Falhas processuais de aplicação da metodologia de *suitability* ainda vem representando fonte significativa de ineficácia. Por exemplo, nesse conjunto existem casos nos quais o produto recomendado ao cliente não está de acordo com a sua classificação de perfil de risco conforme a política de *suitability* da instituição, ou então casos nos quais não houve coleta de assinatura do Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco.
6. Houve redução da percentagem de perfis de risco não mapeados para 8% em 2022 nos laudos enviados para a Anbima, uma melhoria relevante.
7. A análise dos padrões predominantes das reclamações de investidores referentes a *suitability* na SOI/CVM aponta que a oferta de produtos complexos, em especial o COE, em conjunto com deficiências no processo



de classificação de perfil de risco de alguns investidores, geram alocações insatisfatórias, perdas financeiras e a ocorrência de litígios junto aos intermediários. Menciona-se a interferência da área comercial no mapeamento de perfil de risco dos investidores.

8. A avaliação qualitativa da completude e adequação formal dos questionários aplicados pelos intermediários para classificação do perfil de risco do investidor indica que os questionários e as políticas de *suitability* se encontram bem próximos à adequação formal em relação a norma. Entretanto, isso não garante que eles estejam fornecendo eficácia regulatória ao maior nível possível. As evidências apontam que os intermediários não aproveitam os questionários para segmentação comercial dos clientes e atendimento mais personalizado.
9. A avaliação dos respondentes à pesquisa temática acerca da utilidade do perfil de risco e do processo de *suitability* como um todo foi fortemente negativa em todas as amostras pesquisadas – o NPS (*Net Promoter Score*) se situou na zona crítica (-61%).
10. Ao menos 12% dos respondentes reportaram já terem sofrido alguma influência de assessor ou profissional vinculado ao intermediário para preenchimento ou alteração do perfil de risco. Tal prática, ainda que não predominante, encontra eco na análise de casos de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), consistindo em violações de procedimento que podem gerar consequências indesejáveis aos investidores.

Ou seja, em linhas gerais, é possível afirmar, com base no conjunto de evidências, que a RCVM 30 demonstra eficácia positiva, porém limitada, abaixo do seu nível potencial. Ou seja, na ausência da RCVM 30 e da ação de supervisão e dissuasão dos autorreguladores e do regulador, tais fricções certamente seriam ainda mais pronunciadas.



Além disso, é necessário mencionar que duas medidas normativas recentes da CVM já devem exercer influência positiva para a eficácia da RCVM 30 no futuro próximo:

1. a Resolução CVM 179, que alterou a Resolução CVM 35, a partir de 1º/11/2024, exige a divulgação das remunerações devidas aos assessores de investimento no processo de distribuição, bem como a informação de potenciais conflitos de interesse aos quais os intermediários e assessores estejam sujeitos; e
2. a Resolução CVM 210, de 16/10/2024, que estabelece normas relativas à portabilidade de investimentos em valores mobiliários, empoderando os investidores.

A maior parte das lacunas encontradas pode ser considerada como oriunda de falhas operacionais na aplicação das normas pelos participantes obrigados (nas políticas e seus controles internos), ou então as limitações de supervisão e *enforcement* dos reguladores e autorreguladores, que levem a incentivos distorcidos e a eficácia reduzida dos normativos. Nesse contexto, propomos o seguinte conjunto de recomendações:

1. Compartilhamentos informacionais do perfil de risco mapeado (resultado do processo de *suitability*) no âmbito do projeto *open finance*.
2. Esclarecimentos acerca do uso de informações que vão além do mínimo exigido por norma.
3. Uso de “*utilities*” ou participantes centralizadores no processo cadastral.
4. Vedação explícita de interferência do intermediário sobre o processo de avaliação do perfil de risco do investidor.
5. Incorporação, na norma, das interpretações de Ofícios Circulares pertinentes.
6. Revisão do “Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco” exigido pelo inciso II, do art. 7º, da RCVM 30.



7. Inserir o critério “complexidade” nos critérios para análise e classificação das categorias de produto (art. 5º, § único, da RCVM 30).

Vale destacar mais uma vez, conforme resultado da pesquisa junto ao público investidor, que há uma percepção negativa não desprezível sobre a utilidade do processo de análise da API feito pelos intermediários no processo de tomada de decisão de investimento (65% destacaram que raramente ou nunca levam em conta ao tomar suas decisões financeiras).

Ao ser questionado sobre quão decisiva era a assessoria prestada pela sua corretora no processo de tomada de decisão dos seus investimentos, em uma escala de 1 a 10, para fins de medir o *Net Promoter Score (NPS)*, o resultado foi de um indicador de (-) 61, indicando uma insatisfação relevante.

Apesar dos resultados positivos em termos de redução de reclamações ou inconformidades no processo de análise do perfil do investidor, apurado junto aos autorreguladores e o trabalho desenvolvido pela CVM, o resultado da pesquisa no geral, e os inúmeros comentários recebidos, nos permite concluir que há espaço para melhorias, mas é importante destacar que o nosso processo de *suitability* não se descola do que é a prática internacional.

O avanço dos estudos relacionados à economia comportamental, destacado no texto, e sua inclusão nos processos de API, poderia ser um fator de aperfeiçoamento do *suitability* em si e sua utilidade para o público investidor. Contudo, não observamos práticas do seu uso e, conseqüentemente, de sua eficácia, dentro do serviço objeto desta ARR, pelo que não oferecemos recomendação que ataque essa “dor”. Não obstante, certamente este trabalho joga luz e abre discussão relevante sobre a experiência do investidor brasileiro e sua relação com os intermediários.



II – Contexto e escopo da ARR

O desenrolar da crise financeira de 2008-2009 revelou vários casos de recomendação inadequada de produtos financeiros complexos a investidores de varejo, o que acarretou perdas por vezes significativas. Tal situação chamou a atenção dos reguladores, em especial nos mercados considerados desenvolvidos, pois evidenciou a necessidade de aprimorar o arcabouço de proteção aos investidores de varejo para fazer frente à maior complexidade dos produtos recomendados¹.

No pós-crise, a avaliação dos reguladores foi na direção de que é fundamental garantir o entendimento desses produtos pelos clientes e aprimorar os controles acerca da estruturação de produtos, divulgação de informações aos investidores e de requerimentos de verificação da adequação dos produtos recomendados ao perfil de risco dos clientes. Assim, regras estipulando deveres nessa seara passaram a ser editadas pelos reguladores financeiros.

Dessa maneira, em 13/11/2013, a CVM divulgou a Instrução CVM 539 (ICVM 539), resultante da Audiência Pública SDM 15/11, dispondo sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil de risco do cliente (*suitability*). Tal regulamentação evoluiu e foi substituída pela atual Resolução CVM 30², de 11/5/2021 (RCVM 30).

Os comandos previstos na RCVM 30 são aplicáveis às recomendações de produtos ou serviços, direcionadas a clientes específicos, realizadas mediante contato pessoal ou com o uso de qualquer meio de comunicação, seja sob forma

¹ IOSCO (2013) – *Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products – Final report (THE BOARD OF THE IOSCO, 2013)*.

² Resolução CVM 30, de 11/5/2021 (**CVM, 2023a**)



oral, escrita, eletrônica ou pela rede mundial de computadores, e devem ser adotadas para o cliente titular da aplicação.

O art. 2º da RCVM 30 estipula que os participantes habilitados a atuar como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários³ e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos ou prestar serviços sem que verifiquem a sua adequação ao perfil de risco do cliente e os alertem para eventuais inadequações.

A determinação do perfil de risco se dá por meio do preenchimento pelo cliente de um documento escrito ou eletrônico⁴ e pela aplicação de regras e julgamento avaliativo pelo incumbente, resultando na classificação do perfil de risco do cliente em uma de diversas classes possíveis (“conservador”, “moderado”, “agressivo”, por exemplo).

A norma prevê um conjunto reduzido de tópicos que devem obrigatoriamente constar da avaliação do perfil de risco, sendo que cabe a cada incumbente elaborar seu próprio questionário de avaliação de perfil. Assim, alguns intermediários podem acrescentar outras questões, para fins de micro segmentação dos clientes, com fins comerciais e de curadoria.

Conforme veremos, o objetivo regulatório da norma sob avaliação consiste em elevar o nível de proteção ao investidor, em especial aquele de varejo, através da mitigação dos problemas regulatórios constatados e discutidos no capítulo III abaixo.

Sobre isso, conforme argumentado em detalhes adiante, uma grande questão que consiste em problema regulatório é o conflito de interesses entre

³ Conforme definidos no art. 15 da Lei 6.385. As obrigações de *suitability* de tais participantes serão detalhadas no capítulo IV deste trabalho.

⁴ Capítulo IV – *Suitability* de “Regras e procedimentos de distribuição de produtos de investimentos” (ANBIMA, 2024a), divulgado pela ANBIMA em 08/7/2024.



intermediários⁵, os quais podem ter incentivos inerentes para distribuir produtos que lhe gerem mais benefícios financeiros, e o cliente investidor, o qual é potencial receptor de produtos ou serviços os quais podem não ser os mais adequados aos seus objetivos particulares.

Tal conflito de interesses é agravado pela assimetria informacional entre os participantes da ponta vendedora, detentores de maior conhecimento dos produtos ofertados, e os investidores, especialmente aqueles de varejo.

Frisa-se que em complemento ao regime de *suitability*, visando a proteção dos investidores via redução das assimetrias informacionais, o arcabouço normativo vigente passou a prever, a partir de novembro de 2024, a explicitação de todas as remunerações que os participantes da cadeia de distribuição recebem pela distribuição dos produtos de investimento para o cliente investidor, bem como a explicitação de conflitos de interesse envolvidos no relacionamento comercial entre as partes⁶.

Assumindo-se que a norma esteja sendo bem observada pelos participantes regulados, espera-se que a quantidade de operações financeiras que ensejam reclamações de investidores, bem como seu volume monetário, seja diminuta em relação ao total das operações efetuadas. Dessa maneira, tais variáveis serão de alguma maneira consideradas na avaliação em curso.

⁵ Inclui-se aqui os assessores de investimentos, uma vez que atuam na condição de prepostos dos intermediários.

⁶ Ver artigos 26-E e 26-F da Resolução CVM 35 (**CVM, 2021a**), de 26/5/2021, introduzidos pela Resolução CVM 179, de 14/2/2023, e cuja entrada em vigor foi postergada para 1º/11/2024 pela Resolução CVM 196, de 20/12/2023. Ou seja, a análise de eficácia aqui realizada deve levar em consideração que esse fator de assimetria informacional não foi mitigado em relação aos dados avaliados.



Resta ainda comentar que tal normativo foi escolhido pela CVM para uma Avaliação de Resultado Regulatório⁷, mesmo fora de sua Agenda de Avaliação de Resultado Regulatório 2023-2026 original⁸, em função das seguintes razões:

- expressiva elevação no número de investidores de varejo com contas abertas no mercado organizado de bolsa no Brasil⁹.
- expressivo crescimento do número de assessores de investimento registrados na CVM¹⁰.
- publicação de estudos¹¹ que apontam para resultados financeiros desvantajosos aos investidores de varejo no tocante a alguns produtos financeiros e negociações de “*day-trade*”¹², suscitando lacunas no processo de adequação.
- possibilidade de lacunas operacionais no processo de adequação, ao não adentrar certas dimensões comportamentais dos investidores^{13 14}.

Sendo assim, neste estudo de Avaliação de Resultado Regulatório, o regulador buscará encontrar evidências que indiquem se o normativo em tela está

⁷ Agenda Regulatória CVM – 2024 (**CVM, 2024b**)

⁸ Ata de reunião do Colegiado de regulação nº 46 (**CVM, 2022**), de 14/12/2022

⁹ Caderno “Pessoas Físicas – Uma análise da evolução dos investidores na B3”, de junho de 2024 (**B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A., 2024**). Na página 13 de 56 é mostrado que o número de investidores cresceu de aproximadamente 800 mil em 2019 para 5,1 milhões em junho de 2024.

¹⁰ Segundo o Boletim Econômico do 2º Tri 2024, divulgado pela CVM (**ASA/CVM, 2024**), pag. 6, o número de assessores de investimento cresceu de 10.692 em 2019 para 26.372 em junho de 2024 (aumento de 147%).

¹¹ BITU et al., 2021 O retorno esperado dos COEs, *Brazilian Review of Finance* (**BITU et al., 2021**).

¹² CHAGUE, Fernando e GIOVANNETTI, Bruno – EESP/FGV– 2019 (**CHAGUE; GIOVANNETTI, 2019**) Estudo a pedido da CVM, que cedeu todos os dados.

¹³ 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 (**DECCAX, 2020**).

¹⁴ BAISCH, Rainer, WEBER, Rolf, *Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings*. (**BAISCH; WEBER, 2015**)



cumprindo seus objetivos regulatórios e eventualmente apontar possíveis pontos de melhoria. Em complemento, registramos que a presente ARR não foca em abordar a dimensão de eficiência, ou seja, a relação entre os custos e benefícios do processo de adequação para regulados e investidores.



III – Objetivos regulatórios e árvores de problema regulatório

III.1 – Problemas regulatórios

A análise lógica do relacionamento comercial entre investidores e participantes da ponta vendedora de produtos e serviços financeiros nos indica que existem problemas regulatórios de conflitos de interesse e de assimetria de informações entre tais participantes, tratados a seguir.

III.1.1 – Conflito de interesses

Pontua-se aqui que tal conflito possui origem nos papéis opostos da relação comercial, sendo ele inevitável e inerente a qualquer mercado. Lembra-se ainda que a despeito de sua existência natural, fatores reputacionais e concorrenciais também existem naturalmente como mitigadores.

Sobre o conflito de interesses, EGAN¹⁵ examina como os intermediários podem influenciar as decisões de investimento de clientes investidores. O estudo mencionado utiliza um conjunto de dados de títulos conversíveis para mostrar que os investidores, sob influência dos intermediários, podem vir a comprar títulos “piores” do que outros títulos comparáveis, os quais *a priori* seriam mais adequados ao interesse do investidor. Destaca ainda que os intermediários são incentivados a distribuir esses valores mobiliários “piores”, em troca de comissões mais elevadas, em comparação com as comissões que seriam auferidas na venda de títulos mais adequados aos investidores.

¹⁵ EGAN, Mark (**EGAN, 2018**). Brokers vs. Retail Investors: Conflicting Interests and Dominated Products. The Journal of Finance, (), -. doi:10.1111/jofi.12763



Nesse sentido, o estudo de Egan apresenta evidências de que a cadeia de investimentos, se deixada sem regulação, pode levar a uma alocação de investimentos não ótima para os investidores, possivelmente viesada para otimizar comissões para os distribuidores, e não a relação risco-retorno dos investidores, em evidente conflito com os interesses dos investidores.

Argumenta-se que tal conflito de interesses pode ser exacerbado por incentivos gerados pela estrutura remuneratória dos participantes vendedores, em particular no caso de comissões mais alinhadas com o resultado comercial do intermediário ou com o influxo inicial de aplicações do investidor, do que com a evolução patrimonial do investidor a médio e longo prazo, devendo assim ser mitigado o desalinhamento entre a estrutura remuneratória do distribuidor e a relação risco-retorno do investidor.

Potencializadores desse conflito de interesse também podem consistir numa eventual confusão entre os papéis desempenhados pela equipe comercial dos distribuidores (por exemplo, assessores de investimento) e outras categorias reguladas, tais como consultores financeiros, gestores, administradores de carteira, dentre outros.

III.1.2 – Assimetria de informações

A assimetria de informações em meio a relação comercial consiste *per se* em um problema regulatório e potencializa os efeitos do conflito de interesses. Ela se manifesta das seguintes formas, sendo que algumas delas já possuem mitigadores parciais em nosso arcabouço normativo vigente, conforme será detalhado no capítulo seguinte:

- desconhecimento dos intermediários acerca das reais necessidades dos investidores.
- dificuldades de compreensão pelos investidores acerca das características dos produtos de investimento e da adequação desses



produtos às suas necessidades particulares, a despeito da existência de arcabouços informacionais para cada produto¹⁶.

- desconhecimento dos investidores acerca dos incentivos comerciais que norteiam a sua relação com os distribuidores.

Podem ser considerados potencializadores da assimetria informacional:

- baixos níveis de letramento financeiro, levando a dificuldades na compreensão de produtos e na avaliação e interlocução de necessidades particulares¹⁷.
- existência de produtos financeiros complexos.
- visão compartimentalizada por parte dos intermediários acerca do portfólio total dos investidores.
- vieses comportamentais dos investidores, que podem afastar seu comportamento da racionalidade estrita normalmente pressuposta, conforme pontuado por estudos de economia comportamental.

Por exemplo, **(DECCAX, 2020)** pontua a relevância de considerar as finanças comportamentais na segmentação de perfis de clientes. O estudo propõe uma abordagem híbrida que combina variáveis demográficas e psicográficas. Nesse contexto, tais vieses cognitivos poderiam ser investigados por meio da colheita de variáveis psicográficas, possibilitando uma melhor classificação do perfil de risco dos investidores, levando em consideração os seus vieses particulares para adequação dos produtos financeiros a seus perfis de risco.

¹⁶ O que poderia indicar falha regulatória no sentido de normativos de *disclosure* ineficazes. Nesse sentido, o *suitability* busca facilitar a escolha dos investidores ao requerer a classificação dos produtos em “Categorias de produto” (ver art. 5º da RCVM 30).

¹⁷ Para abordar essa questão, a CVM disponibiliza Cursos Online **(CVM, 2024c)** em seu site visando reduzir a distância social em que se encontra grande parte da população; <https://conteudo.cvm.gov.br/menu/investidor/educacao/cursos.html>



Em seu turno, **(FLORES, 2022)** analisa a influência dos vieses cognitivos no mercado de capitais. Através de uma revisão literária, foi verificada a existência e influência de diferentes vieses no processo decisório dos investidores que o afastam de tomar decisões puramente racionais.

III.3 – Consequências dos problemas regulatórios

Os problemas acima citados podem ter como consequências:

- alocações de carteira contendo produtos inadequados ao perfil de risco do investidor.
- investidores com alocações de carteira com retorno ajustado ao risco abaixo do seu potencial, resultando em crescimento patrimonial também abaixo do potencial.
- redução na credibilidade do mercado de valores mobiliários enquanto local seguro e eficaz para formação de poupança, levando ao subdesenvolvimento desse mercado e desestímulo à poupança doméstica.
- elevação em indicadores de perda financeira e litígio no mercado de valores mobiliários, tais como reclamações de investidores na CVM e processos abertos no MRP da B3¹⁸.

Por fim, podemos resumir a análise de problema regulatório e suas consequências através da árvore de problemas a seguir:

¹⁸ <https://www.bsmsupervisao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/envie-sua-reclamacao> (BSM, 2024a)



Tabela 1 – Árvore de Problema Regulatório I – Assimetria Informacional

Descrição	Avaliação
Possíveis Consequências PR1 Nível 3	Limitação do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, levando ao subdesenvolvimento desse mercado e desestímulo à poupança doméstica.
Possíveis Consequências PR1 Nível 2	Elevação em indicadores de perda financeira e litígio no mercado de valores mobiliários, tais como reclamações de investidores na CVM e processos abertos no MRP da B3.
	Redução na credibilidade do mercado de valores mobiliários enquanto local seguro e eficaz para formação de poupança.
Possíveis Consequências PR1 Nível 1	Alocações de carteira contendo produtos inadequados ao perfil de risco do investidor.
	Investidores com alocações de carteira com retorno ajustado ao risco abaixo do seu potencial, resultando em crescimento patrimonial também abaixo do potencial.
Problema Regulatório 1 (PR1)	Assimetria informacional entre investidores e distribuidores, no processo de distribuição de valores mobiliários
Possíveis Causas PR1 Nível 1	Desconhecimento dos intermediários acerca das reais necessidades dos investidores.
	Dificuldades de compreensão pelos investidores acerca das características dos produtos de investimento e da adequação desses produtos às suas necessidades particulares, a despeito da existência de arcabouços informacionais para cada produto.
	Desconhecimento dos investidores acerca dos incentivos comerciais que norteiam a sua relação com os distribuidores.
Potencializadores Causas PR1	Baixos níveis de letramento financeiro, levando a dificuldades na compreensão de produtos e na avaliação e interlocução de necessidades particulares.
	Existência de produtos financeiros complexos.
	Visão compartimentalizada por parte dos intermediários acerca do portfólio total dos investidores.
	Vieses comportamentais dos investidores.



Tabela 2 – Árvore de Problema Regulatório II – Conflitos de Agência e de Interesse

Descrição	Avaliação
Possíveis Consequências PR2 Nível 4	Limitação do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, levando ao subdesenvolvimento desse mercado e desestímulo à poupança doméstica.
	Elevação em indicadores de perda financeira e litígio no mercado de valores mobiliários, tais como reclamações de investidores na CVM e processos abertos no MRP da B3.
Possíveis Consequências PR2 Nível 3	Redução na credibilidade do mercado de valores mobiliários enquanto local seguro e eficaz para formação de poupança.
	Limitação do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, levando ao subdesenvolvimento desse mercado e desestímulo à poupança doméstica.
Possíveis Consequências PR2 Nível 2	Elevação em indicadores de perda financeira e litígio no mercado de valores mobiliários, tais como reclamações de investidores na CVM e processos abertos no MRP da B3.
Possíveis Consequências PR2 Nível 1	Alocações de carteira contendo produtos inadequados ao perfil de risco do investidor.
	Investidores com alocações de carteira com retorno ajustado ao risco abaixo do seu potencial, resultando em crescimento patrimonial também abaixo do potencial.
Problema Regulatório 2 (PR2)	Conflitos de interesse entre distribuidores e investidores.
Possíveis Causas PR2 Nível 1	Inerentes aos papéis opostos na relação comercial.
Potencializadores Causas PR2	Incentivos gerados pela estrutura remuneratória dos distribuidores, em particular no caso de comissões mais alinhadas com o resultado comercial do intermediário ou com o influxo inicial de aplicações do investidor, do que com a evolução patrimonial do investidor a médio e longo prazo.
	Eventual confusão entre os papéis desempenhados pela equipe comercial dos distribuidores, como assessores de investimento e outras categorias reguladas, tais como consultores financeiros, gestores e administradores de carteira.
	Vieses comportamentais dos investidores.



III.4 – Objetivos regulatórios

O arcabouço atual que engloba as regras de *suitability* e de *disclosure* nas relações comerciais entre intermediários e investidores (ver próximo capítulo) busca mitigar os problemas regulatórios mencionados acima. A mitigação dos problemas regulatórios consiste num meio para proporcionar maior proteção aos investidores, em especial aqueles de varejo.

A despeito de tais objetivos, ainda é possível que: i) haja falha regulatória no sentido de que o arcabouço atual não leve em conta todas as nuances dos problemas regulatórios mencionados; ii) que haja falhas operacionais na aplicação das normas pelos participantes obrigados (nas políticas e seus controles internos); iii) ou que haja falhas de supervisão e *enforcement* dos reguladores e autorreguladores que levem a incentivos distorcidos e a eficácia reduzida dos normativos.



IV - Regulação existente para mitigação dos problemas regulatórios e breve histórico de sua evolução

IV.1 - Normas do órgão regulador (CVM)

IV.1.1 - Breve histórico

No já aludido contexto do pós- crise, em 13/11/2013, a CVM divulgou a Instrução CVM 539 (ICVM 539), dispondo sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (*suitability*), regra essa resultante da Audiência Pública SDM 15/11.

A norma consolidou os procedimentos a serem observados por parte das pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição¹⁹ e dos consultores de valores mobiliários, determinando que os agentes mencionados não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem verificar sua adequação ao perfil de risco do cliente.

De maneira conexa, a Instrução CVM 554, de 17/12/2014, eliminou as regras que exigiam investimento ou valor unitário mínimo nos valores mobiliários regulamentados pela CVM e introduziu novo regime de classificação dos investidores no país, atualizando e aprimorando o conceito de "investidor qualificado" e criando a categoria do "investidor profissional". Como praxe no processo regulatório da CVM, tal Instrução resultou de Audiência Pública²⁰ e buscou agregar à ICVM 539 a definição do investidor que a CVM acredita ter capacidade de analisar estruturas mais complexas de investimento (sozinho ou contando com equipe especializada).

¹⁹ Instituições habilitadas a atuar por conta própria e de terceiros, pessoas a ela vinculadas, como administradores, funcionários, operadores, prepostos (como assessores de investimento) e demais profissionais que prestam serviços ligados a intermediação de valores mobiliários (ver art. 2º da RCVM 35 (**CVM, 2021a**)).

²⁰ Relatório de Audiência Pública SDM 03/2014, de 9/12/2014 (**CVM, 2024d**)



Sobre isso, seja ressaltado que a obrigatoriedade de verificação da adequação do produto, serviço ou operação ao perfil de risco não se aplica quando o investidor for qualificado (art. 10 da RCVM 30). Entretanto, os arts. 11 e 12 da RCVM 30 introduzem algumas exceções aos comandos de dispensa, dentro das quais englobam-se as pessoas naturais consideradas qualificadas. Isto é, todos os investidores pessoas naturais no mercado brasileiro precisam passar pelo processo de adequação ao perfil de risco.

Finalmente, a RCVM 30 (e suas atualizações subsequentes) revogou a ICVM 539 sem alteração de mérito, e é a norma atual que dispõe sobre *suitability* e classificação de investidores.

IV.1.2 – Participantes sujeitos

Segundo o art. 2º da RCVM 30, estão sujeitas ao dever de *suitability* as “pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários”²¹.

Compondo esse rol de participantes, temos os intermediários²² e suas partes vinculadas, tais como os assessores de investimento. A Resolução CVM 35 dispõe acerca da atividade dos intermediários, sendo que seus principais deveres estão dispostos nos arts. 31 a 37 da referida norma.

²¹ Outros participantes do mercado de valores mobiliários que prestam algum grau de aconselhamento aos investidores não estão sujeitos aos deveres descritos na RCVM 30, tal como os analistas de investimento. Estes são regulados pela RCVM 20 e elaboram relatórios de análise destinados à divulgação ou distribuição a terceiros. Os analistas não têm dever de *suitability*, pois não endereçam seus relatórios de análise a um cliente específico. Além disso, o analista de valores mobiliários pessoa natural e as pessoas responsáveis pelas atividades de análise não podem obter ou manter registro como assessor de investimento (art. 10 da RCVM 20), não podendo prestar consultoria de investimento a clientes específicos.

²² Conforme o art. 2º, VII, da RCVM 35, o intermediário consiste na instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.



Em seu turno, os assessores de investimento são regulados pela Resolução CVM 178, encontrando-se sob a responsabilidade e como preposto de um intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Dessa maneira, o assessor de investimento deve assegurar-se de que as recomendações que efetua sejam compatíveis com as políticas, regras e procedimentos específicos dos intermediários aos quais se vincula, inclusive referente ao dever de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente²³.

A Resolução CVM 19 trata da atividade de consultoria de valores mobiliários. Ela regulamenta a atuação dos consultores de investimento no mercado de valores mobiliários brasileiro, inclusive o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente^{24 25}.

Além disso, de acordo com a norma²⁶, as entidades integrantes do sistema de distribuição não podem induzir os investidores a erro ao dar a entender que atuam como prestadores de serviço de consultoria independente de valores mobiliários, de forma autônoma à atividade de distribuição, quando prestam as informações requeridas ou quando recomendam produtos por ela distribuídos.

Por fim, a Resolução CVM 21 regula os administradores de carteira, na condição de: (i) gestores de carteira; (ii) administradores fiduciários, que exercem as demais atividades relacionadas a operação de uma carteira de valores mobiliários, exceto a atividade de gestão.

É permitido a um administrador de carteira atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento de que seja administrador ou gestor, desde que observe

²³ Art. 3º, § 3º, da RCVM 178.

²⁴ Art. 2º, § único, inciso I, da RCVM 19.

²⁵ O consultor de investimentos deve cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características dos serviços a serem prestados, dentre as quais a descrição detalhada da remuneração cobrada pelos serviços (art. 16, inciso III, da RCVM 19).

²⁶ Art. 1º, § 6º, da RCVM 19.



o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil de risco do cliente²⁷.

Em resumo, pode-se dizer que atualmente, no arcabouço regulatório brasileiro, o dever de *suitability* recai sobre intermediários e prepostos (como assessores de investimento), consultores de valores mobiliários ou outras entidades que utilizam de faculdade de praticar distribuição de valores mobiliários, tais como administradores de carteira, neste contexto específico.

IV.1.3 – Conteúdo dos normativos

O agregado do conteúdo dos normativos que comandam o processo de *suitability* e os deveres de conduta dos participantes que atuam no sistema de distribuição de valores mobiliários possuem como objetivo regulatório mitigar os problemas de conflito de interesse e de assimetria informacional, que afetam os investidores tanto em seu processo de investimento individualizado como nos processos que dependem de relacionamento comercial com tais participantes.

Nesse sentido, as regras previstas na RCVM 30 são aplicáveis às recomendações de produtos ou serviços, direcionadas a clientes específicos, realizadas mediante contato pessoal ou com o uso de qualquer meio de comunicação, seja sob forma oral, escrita, eletrônica ou pela rede mundial de computadores, e devem ser adotadas para o cliente titular da aplicação²⁸.

Tal normativo prescreve que seja efetuada uma diligência inicial e diligências periódicas²⁹ em cada cliente, mediante o preenchimento de uma ficha de Análise do Perfil do Investidor (API), através de questionário. Nesse processo, os

²⁷ Art. 33, I-b, da RCVM 21.

²⁸ Art. 1º, inciso I, da RCVM 30.

²⁹ Conforme art. 9, inciso II, da RCVM 30, a obrigação de revisão do perfil dos clientes deve ocorrer no prazo máximo de 24 meses.



integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários devem mandatoriamente verificar se³⁰:

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.

Adiciona-se aqui que a norma prescreve três análises mínimas a serem realizadas pelos incumbentes para cada um dos itens acima, análises essas dispostas nos parágrafos do mesmo artigo, resultando num mínimo de nove (9) análises a serem realizadas.

Dentre essas nove análises, sublinha-se a análise requerida pelo inciso II, do § 2º, isto é, “o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente”. Ou seja, os intermediários, ao verificar a adequação, devem levar em conta a carteira consolidada do cliente. Sobre isso especificamente, o Ofício Circular CVM/SMI 09/2019³¹ esclarece maneiras através das quais um incumbente pode efetuar o processo de *suitability* considerando as alterações acarretadas pela variação da composição da carteira do cliente.

Em relação aos produtos e serviços ofertados, a norma dispõe sobre a necessidade de análise, classificação e categorização prévia de suas características que possam afetar a correta adequação do produto ou serviço ao perfil do cliente³². Neste contexto, levam-se em consideração critérios como os

³⁰ Art. 3º da RCVM 30.

³¹ Ofício Circular CVM/SMNI 09/2019, Melhores práticas de *Suitability* para adoção de carteira de alocação de ativos (**CVM, 2019**)

³² Art. 5º da RCVM 30.



riscos associados aos produtos, o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao valor mobiliário, a existência de garantias e os prazos de carência.

Se o cliente desejar adquirir um produto que esteja fora do seu perfil de enquadramento, ou seja, caso ele queira assumir risco adicional, o art. 7º da RCVM 30 requer que ele declare expressamente, via Termo de Ciência de Risco, que foi alertado e que está ciente da ausência, desatualização ou inadequação de seu perfil.

A RCVM 30 exige do participante incumbente a elaboração de uma política interna e a implantação de controles internos para assegurar o cumprimento da obrigação de realização de *suitability*. Nessa esteira, comanda ainda a necessidade de indicação de diretor estatutário responsável pelo cumprimento da norma³³.

Há dispensa da obrigatoriedade de verificação da adequação quando o cliente for investidor qualificado (exceto pessoas naturais, conforme exceções nos arts. 11 e 12 da RCVM 30), pessoa jurídica de direito público, ou se o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteiras de valores mobiliários autorizado pela CVM. Haverá ainda dispensa se o cliente já tiver o seu perfil definido por um consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM e esteja implementando a recomendação por ele fornecida³⁴.

É ainda facultado aos intermediários classificarem novos clientes na categoria de menor propensão à assunção de riscos sem que o cliente precise responder a um questionário específico³⁵. Tal classificação na categoria de menor propensão à assunção de riscos deve ser comunicada ao cliente por ocasião de seu cadastramento, acompanhada da informação de que o acesso a outros

³³ Art. 8º da RCVM 30.

³⁴ Art. 10 da RCVM 30.

³⁵ OfícioCircular Conjunto CVM/SMI/SIN 01/2024, de 30/8/2024 (**CVM, 2024a**).



produtos e serviços disponíveis às demais categorias depende da prévia e completa aplicação, pela instituição, das disposições da RCVM 30 para a determinação de seu perfil de risco. Dessa forma, a instituição pode iniciar um relacionamento comercial sem barreira, e posteriormente convencer o cliente a preencher o questionário (sem indução das respostas) para poder ter acesso a mais produtos de investimento.

Importante ainda mencionar que o processo de adequação (*suitability*) depende do correlato processo cadastral e de “conheça seu cliente” (KYC).

Nesse contexto, a Resolução CVM 50 (**CVM, 2021c**), que dispõe sobre a temática de cadastro e PLD/FT (Prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo), estabelece um conjunto mínimo de dados cadastrais³⁶ que precisam ser coletados antes do início das operações de qualquer cliente. Tais dados, inclusive, podem ser usados no processo de *suitability* da RCVM 30. Ademais, a RCVM 50 exige que no cadastro do cliente conste o perfil resultante do processo de análise previsto na RCVM 30, sempre que aplicável³⁷.

Em seu turno, para além da obrigação de *suitability* propriamente dita, temos ainda regras de conduta e *disclosure* específicas para cada participante regulado, as quais auxiliam na mitigação dos problemas regulatórios mencionados, em especial o de conflito de interesses.

Por exemplo, no que abarca os intermediários, é importante mencionar que o problema regulatório de conflito de interesses é abordado no art. 32, parágrafo

³⁶ Anexo B à RCVM 50, art. 1º.

³⁷ Anexo B à RCVM 50, art. 1º, alínea o: “informações sobre o perfil do cliente, conforme regulamentação específica que dispõe sobre dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, quando aplicável;”



único, da RCVM 35³⁸. Já o inciso V do mesmo parágrafo busca mitigar a assimetria informacional³⁹.

Nessa esteira, menciona-se ainda o art. 37, inciso II, da mesma resolução, que requer que os dados cadastrais dos clientes investidores estejam sempre atualizados antes de efetuar uma operação⁴⁰.

Como último ponto meritório de destaque, sublinha-se aqui acerca dos assessores de investimento que estes são remunerados pelo intermediário e devem informar aos seus clientes investidores acerca de sua remuneração pela distribuição de valores mobiliários, bem como sobre potenciais conflitos de interesse a que estejam sujeitos⁴¹.

De acordo com a RCVM 35, tais informações devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa. O intermediário deve, a partir de 1/11/2024, fornecer extrato trimestral com informações sobre a remuneração auferida em virtude dos investimentos em valores mobiliários por eles realizados⁴².

³⁸ Art. 32 da RCVM 35. “O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses.

Parágrafo único. As regras, procedimentos e controles internos de que trata o caput devem:

I – identificar quaisquer conflitos de interesses que possam surgir entre o intermediário, ou pessoas vinculadas a ele, e seus clientes, ou entre os clientes;

II – permitir que, diante de uma situação de conflito de interesses, o intermediário possa realizar a operação, em nome do cliente, com independência; e

III – estabelecer mecanismos para informar ao cliente que o intermediário e as pessoas a ele vinculadas estão agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma operação.”

³⁹ V – suprir seus clientes com informações sobre os produtos oferecidos e seus riscos;

⁴⁰ Art. 37 da RCVM 35. É vedado ao intermediário:

II – aceitar ou executar ordens de clientes que não estejam previamente cadastrados ou que estejam com os cadastros desatualizados;

⁴¹ Ver arts. 26-A a 26-F da Resolução CVM 35. Os arts. 26-E e 26-F entram em vigor em 1/11/2024.

⁴² Art. 26-F da RCVM 35.



Ou seja, a análise de eficácia aqui realizada deve levar em consideração que esse fator de assimetria informacional **não havia ainda sido mitigado**, uma vez que os dados analisados foram coletados antes de novembro de 2024.

IV.2 – Normas da autorregulação da ANBIMA⁴³

A aplicação de regras de autorregulação referentes a *suitability* se inicia em 2006, através do código de Private Banking, tendo ocorrido até 2016 uma expansão das regras para outros segmentos, inclusive o varejo, com a edição de código próprio. Nesse período, a atuação era mais educacional, exigindo-se apenas a existência e o cumprimento de uma política de *suitability*, cabendo a cada instituição estabelecer seus próprios parâmetros.

Com a evolução regulatória do tema, a partir de 2017, a atuação de supervisão autorregulatória passou a focar na efetiva verificação das políticas e correspondente aplicação de suas regras. Assim, após discussões com o mercado, a autorregulação editou em 2019 o Código de Distribuição de Produtos de Investimento, que substituiu o Código de Private Banking e o Código de Varejo.

Podemos reforçar que o Código de Distribuição de Produtos de Investimento da ANBIMA⁴⁴ possui natureza principiológica e versa sobre as atividades de distribuição de produtos de investimento. Segundo seu capítulo VI – *Suitability*:

Art. 12. Os distribuidores são responsáveis pelo suitability e não podem recomendar produtos de investimento, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente.

⁴³ Para um histórico dos 25 anos de autorregulação pela ANBIMA, sugerimos a consulta ao site “autorregulacao25.anbima.com.br” (ANBIMA, 2024d). Em 2008, foi assinado o primeiro convênio com a CVM para registro simplificado de ofertas e aproveitamento de sanções.

⁴⁴ Código de Distribuição de Produtos de Investimento (ANBIMA, 2024c), acesso em set. 2024



Regras e procedimentos detalhados sobre *suitability* estão detalhados no capítulo V – *Suitability* do documento “Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos”⁴⁵.

Tais procedimentos consistem em comandos mais detalhados do que aqueles da norma da CVM, com o objetivo de buscar uma maior padronização da indústria de intermediação na classificação do perfil de risco dos clientes e dos produtos.

Exemplos de maior detalhamento incluem: (i) adoção de pontuações de risco para cada produto de investimento, ou seja, padronização na indústria no que tange a classificação de risco dos produtos; (ii) ponderação dos riscos para cálculo de pontuação de risco da carteira; e (iii) atribuição de pontuações máximas de risco para cada perfil de investidor.

De 2019 a 2022, o foco da supervisão foi direcionado às metodologias de classificação de perfil de risco e de produtos financeiros, ao passo que em 2023 o Código de Distribuição foi atualizado, para conter uma granularidade maior nas classificações de risco de cada produto. Uma importante evolução na autorregulação foi a possibilidade de cada instituição poder escolher se limita o risco por produto, ou se efetua uma ponderação do risco da carteira de produtos do cliente para confrontar com a classificação do perfil de risco do cliente.

Uma vez que algumas instituições supervisionadas já alegaram haver conflito entre as regras do regulador e da ANBIMA, em 22/11/2021 foi divulgado em conjunto pela CVM e ANBIMA um documento ⁴⁶ esclarecendo não haver conflito entre a norma da CVM e as regras da entidade autorreguladora.

⁴⁵ Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos (**ANBIMA, 2024a**), acesso em set. 2024.

⁴⁶ Alinhamento CVM e ANBIMA sobre metodologia para classificação do perfil dos investidores. (**ANBIMA; CVM, 2021**), acesso em 7/5/2024.



IV.3 – Normas de autorregulação da BSM

A supervisão conjunta entre CVM e BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) no mercado de valores mobiliários se baseia em acordos de cooperação técnica, tais como o “Acordo de cooperação técnica para disciplinar o intercâmbio e acesso a dados e informações entre a BSM e a CVM”⁴⁷, este inclusive contendo seção específica sobre *suitability*.

As normas e regras de autorregulação da BSM podem ser consultadas em seu site, em “Normativos BSM”⁴⁸. Dentre elas, destacamos a BSM 14/2024 – Assessores de Investimento, contendo regras claras e deveres informacionais dos assessores para com seus clientes⁴⁹, e BSM 06/2024 – Resultado e dispensa dos participantes das auditorias regulares.

Assinala-se que o adequado treinamento e capacitação técnica dos profissionais de mercado é requerido pela BSM por meio do roteiro básico do Programa de Qualificação Operacional (PQO)⁵⁰, que trata de *suitability* nos seus itens 17 a 26.

Em conclusão, afirma-se que no âmbito de seu controle de qualidade de intermediários, a B3, via BSM, orienta e audita os participantes autorizados a negociar em suas infraestruturas acerca das melhores práticas de *suitability*, porém apenas em aderência às normas da CVM, sem comandos adicionais.

⁴⁷ Acordo de Cooperação BSM e CVM (**BSM; CVM, 2024**).

⁴⁸ Normas de supervisão BSM (**BSM, 2024d**), acesso em 7/5/2024.

⁴⁹ Itens 7.1 a 7.9 da Norma de supervisão sobre assessores de Investimento, divulgada pela BSM em 6/6/2024 (**BSM, 2024c**)

⁵⁰ Capítulo II do Programa de Qualificação Operacional (PQO) da B3 (**B3 - BRASIL, BOLSA BALCÃO, 2019**), versão vigente desde 11/4/2024, acesso em setembro de 2024.



V - Benchmark internacional

V.1 – Estados Unidos da América (EUA)

A estrutura norte-americana de regulação do mercado de capitais conta com a atuação da agência federal reguladora *Securities and Exchange Commission* (SEC) e da autorreguladora privada mandatória *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA). Nesse contexto, as principais leis, normas e diretrizes americanas que tratam da regulação do tema *suitability* são:

- *FINRA Rule 2111*
- *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct* (SEC)
- *Investment Advisors Act de 1940*

V.1.1 – FINRA Rule 2111

Em novembro de 2010 a SEC publicou⁵¹ a aprovação da Regra 2111⁵² da FINRA, que trata sobre o processo de *suitability* no mercado de capitais norte-americano. A regra contém uma definição de *suitability*, delineando princípios de conduta a serem observados pelos "*broker-dealers*"⁵³ em seu relacionamento com clientes.

A regra aprovada determinou que a fim de recomendar uma transação ou estratégia de investimento, o intermediário responsável deve possuir uma *base razoável* para acreditar que ela seja apropriada para determinado cliente diante das informações obtidas por meio de diligência adequada. Assim, um membro

⁵¹ Ver **(SEC, 2010)** em: Securities Exchange Act Release No. 63325 (November 17, 2010), 75 FR 71479 (November 23, 2010) (Order Approving Proposed Rule Change; File No. SR-FINRA-2010-039).

⁵² FINRA Rule 2111. **(FINRA, 2020)**.

⁵³ São sujeitos a regra e nela descritos os membros e pessoas associadas a FINRA. A definição de "*associated person*", que abarca pelo menos seis cenários, está disposta na Regra 1011 (b) da FINRA **(FINRA, 2021)**. A FAQ publicada pela entidade autorreguladora **(FINRA, 2024)** indica que "*broker-dealers*" e seus representantes registrados ("*registered representative*", ou "*RR*") incluem tais associados.



da FINRA deverá então empreender uma diligência razoável⁵⁴ sobre os tópicos dispostos na regra a fim de recomendar um produto compatível com os dados obtidos do cliente.

Nesse sentido, a *Rule 2111 (a)* explica que os fatores a serem analisados *podem* incluir, mas não estão restritos a exemplos fornecidos, tais como: idade, outros investimentos, situação financeira, objetivos, experiência com investimentos, imposto de renda, liquidez e tolerância a risco ou qualquer outra informação fornecida pelo cliente.

Entretanto, a orientação publicada pela FINRA ressalva a possibilidade de, diante de um caso concreto, o membro ou associado ser eximido de realizar a diligência completa se, com uma base razoável corroborada por documentação detalhada, o regulado acreditar que um ou mais dos fatores descritos no item (a) da norma não são componentes relevantes para o perfil de investidor do cliente em particular.

Nenhum membro regulado pela FINRA poderá se eximir de responsabilidade sob a regra⁵⁵. No entanto, a FINRA tipifica um rol de comunicações que estão excluídas da abrangência desta norma, já que não necessariamente apresentam uma recomendação de investimentos⁵⁶. Ou seja, a *Rule 2111* não tem aplicação

⁵⁴ A diligência razoável esperada pela FINRA, de acordo com o material suplementar à norma, possui como cerne a capacidade do membro ou pessoa associada de entender os potenciais riscos e recompensas associados ao recomendar um produto (*security*) ou estratégia. Se houver a falta desse entendimento, está constituída uma violação à regra de *suitability*. De modo geral, a FINRA concebe que o que constitui a diligência razoável pode variar, dependendo de coeficientes como a complexidade e risco de uma estratégia ou produto, a familiaridade do membro ou pessoa associada com o que está recomendando, dentre outros. Ver: 0.5. Components of *Suitability* Obligations. na Regra 2111 da FINRA (**FINRA, 2020**).

⁵⁵ Material suplementar sobre a regra, publicado pela FINRA. 02 Disclaimers. "*A member or associated person cannot disclaim any responsibilities under the suitability rule.*" (**FINRA, 2020**), acesso em: 04/2024.

⁵⁶ Material suplementar sobre a regra, publicado pela FINRA. 03 Recommended Strategies (**FINRA, 2020**), acesso em: 04/2024.



sugerida para comunicações entre associados e clientes em determinados cenários⁵⁷.

A entidade autorreguladora dividiu as obrigações deste normativo em três principais: *reasonable-basis*, *customer-specific* e *quantitative suitability*⁵⁸.

- *Reasonable-basis suitability* (adequação em base razoável)

A regra afeta os associados da FINRA em relação a *todos* os seus clientes do seguinte modo: para que seja feita uma recomendação a um cliente qualquer, é imprescindível que a ponta vendedora entenda plenamente o serviço ou produto que está sendo ofertado e, baseado em sua diligência, reconheça se ele é adequado para clientes *em geral*. Na ocasião da indicação/recomendação de um produto devem estar aparentes os riscos e a complexidade, assim como as expectativas de retornos.

- *Customer-specific suitability* (adequação específica para o cliente)

Este item requer que os associados possuam uma base lógica razoável para que a sua recomendação seja considerada adequada para um cliente *específico*, levando em conta todas as suas peculiaridades. A fundamentação para decisão será embasada no perfil do investidor individual, como determinado pela *Rule 2111(a)*⁵⁹.

⁵⁶ Esses cenários são: i) informação de modo geral sobre investimentos: abarca dúvidas que o cliente possa ter sobre **conceitos** de investimento tais como risco, retorno, diversificação, efeitos da inflação, estimativa para planos de aposentadoria, dentre outros; ii) informação **descritiva** sobre previdência privada (*employer-sponsored, benefit plan*), como benefícios e opções para o investidor incluído nesses planos; iii) modelos de alocação de patrimônio baseados em teorias normalmente aceitas, acompanhado de toda informação sobre fatos que possam afetar a decisão do investidor; iv) todo material interativo que faz parte de qualquer um dos cenários acima.

⁵⁸ Material suplementar sobre a regra, publicado pela FINRA. 05. *Components of Suitability Obligations*. (FINRA, 2020), acesso em: 04/2024.

⁵⁹ Com base na Rule 2111(a), o perfil do investidor definido após diligência razoável deverá considerar os aspectos do cliente dispostos no artigo, como idade, objetivos, tolerância a riscos, experiência com investimentos, entre outros.



- *Quantitative suitability* (adequação quantitativa)

O parâmetro de “*quantitative suitability*” refere-se ao olhar abrangente sobre o investidor. A orientação da FINRA mostra que não basta analisar a qualidade das recomendações, nem apenas a aptidão do cliente para um determinado produto ou serviço de forma isolada. Esse componente da norma indica que é necessário garantir que as *recomendações analisadas em seu conjunto* são adequadas para o investidor com base na análise do seu perfil.

Ainda de acordo com a norma em tela, a capacidade financeira do cliente em adimplir obrigações deve ser analisada⁶⁰. A *Rule 2111* proíbe um membro associado da FINRA de recomendar ou dar continuidade a uma transação, compra ou estratégia de um produto ou produtos (“*security or securities*”) sem que exista uma análise que confirme a capacidade financeira do cliente em arcar com seu encargo.

Por fim, na *Rule 2111* (b) está prevista a isenção da “*customer-specific suitability*” para investidores institucionais, se respeitadas as condições descritas no parágrafo⁶¹. O investidor institucional está incumbido de informar que está exercendo de maneira independente seu julgamento em avaliar as recomendações do associado da FINRA⁶². Ressalta-se ainda que nessa

⁶⁰ Material suplementar sobre a regra, publicado pela FINRA. 06 Disclaimers. Customer's Financial Ability. (FINRA, 2020), acesso em: 04/2024.

⁶¹ Será considerado que a ponta vendedora cumpriu o aspecto “*customer-specific*” da obrigação de *suitability*, em relação ao investidor institucional, se: (1) o associado tiver base razoável para acreditar que o investidor institucional é capaz de avaliar os riscos, tanto de modo geral, quanto em relação a um produto específico, de forma independente e; (2) se o investidor institucional indicar que está exercendo julgamento independente sobre as recomendações do associado. Supplementary material. (FINRA, 2020).

⁶² O investidor institucional pode indicar que está exercendo seu julgamento independente em base “*trade-by-trade*”, “*asset-class-by-asset-class*”, ou em termos de todas as transações potenciais para sua conta. Material suplementar sobre a regra, publicado pela FINRA. (FINRA, 2020), acesso em: 04/2024.



regulação não há diferenciação entre “*retail*” (varejo) e “*professional clients*” (investidores profissionais)⁶³.

Segundo a FINRA, a diligência adequada pode variar a depender do caso concreto e o intermediário associado poderá, geralmente, confiar nas respostas do cliente. Quanto à integridade dos dados fornecidos pelo cliente, para a entidade autorreguladora, a obrigação principal consiste em observar a presença de sinais de alerta (“*red flags*”), indicando que as informações podem não ser verdadeiras.

Nesse sentido, o intermediário pode não ser capaz de confiar exclusivamente nas respostas de um cliente em situações como: (i) quando suas próprias perguntas se tornam confusas ou enganosas a ponto de comprometer o processo de coleta de informações; (ii) quando o cliente exibe sinais claros de capacidade reduzida de compreensão; ou (iii) existem outros “sinais de alerta” indicando que as informações do cliente podem ser imprecisas⁶⁴.

V.1.2 – Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct (SEC)

Em junho de 2019, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) adotou uma série de medidas a fim de promover qualidade e transparência para a relação entre investidores e *broker-dealers* e *investment advisers* no mercado de capitais norte-americano, sendo uma delas a *Regulation Best Interest* (Reg BI)⁶⁵.

⁶³ Baisch, R., Weber, R. (2015). Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings. Pág. 176. **(BAISCH; WEBER, 2015)**

⁶⁴ FINRA Rule 2111 (*Suitability*) FAQ. A3.5 **(FINRA, 2024)**. Acesso em abril de 2024.

⁶⁵ Ver em: Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct. **(SEC, 2023)**. Acesso em: junho de 2024.



Para dar origem a *Regulation Best Interest*, a SEC buscou revisar e aprimorar a *Regra 2111* da FINRA, que se debruça sobre o tema *suitability*⁶⁶. Entretanto, a regra vai além do tema tratado na regulação da FINRA⁶⁷.

Nessa oportunidade, a SEC se preocupou em fomentar melhorias nos padrões de conduta aplicáveis aos *broker-dealers* (corretoras) e *investment advisers* (consultores de investimentos). O âmago da regra consiste em proteger os investidores de varejo, a fim de que entendam e comparem serviços de acordo com suas necessidades e circunstâncias, visando uma decisão informada especialmente quando uma recomendação lhe é feita⁶⁸.

A SEC optou na Reg BI por dispor acerca de *suitability* de forma mais ampla, estabelecendo a obrigação dos incumbentes de agir no melhor interesse do cliente. Nesta norma, para tratar do tema, incluiu o componente *care obligation*, que abarca o encargo de verificar a adequação produto-cliente. A obrigação imposta pela norma é satisfeita quando os seguintes componentes são atendidos⁶⁹:

- *Disclosure*: promover o nível requerido de transmissão da informação sobre a recomendação e a relação entre o cliente e o *broker-dealer* ou *investment advisor*, antes e no momento da recomendação ao cliente⁷⁰.

⁶⁶ Ver em: Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct (**SEC, 2023**), pág. 441.

⁶⁷ Ver em: Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct (**SEC, 2023**). Pág 373. A Regra da SEC vai além do que está disposto na Regra 2111 sobre o tema *suitability* da FINRA. De acordo com o Release No. 34-86031 da SEC, a regulação buscou aprimorar o código de conduta do “*broker-dealer*” em relação as regras já existentes de *suitability*.

⁶⁸ Ver (**SEC, 2023**). Acesso em abril de 2024.

⁶⁹ Regulation Best Interest (**SEC, 2023**). Parágrafo (a)(2).

⁷⁰ Na Regulation Best Interest (**SEC, 2023**), (a)(2)(i), o *broker, dealer* ou pessoa natural associada, antes do momento da recomendação, deverá munir de informação, na forma escrita, completa e clara, o cliente, sobre: (1) todo fato relacionado ao escopo e termos do relacionamento com o cliente de varejo, incluindo: (i) o papel exercido por esse agente em relação a recomendação; (ii) as taxas (“*fees*”) e custos que são aplicados as transações do cliente de varejo, *holdings* e contas; e (iii) o tipo e escopo dos serviços fornecidos a esse cliente, incluindo qualquer limitação material em *securities* ou estratégia de investimentos que podem



- *Care*: promover diligência razoável, com cuidado e tecnicidade no momento da recomendação.
- *Conflict of interest*: estabelecer, manter e aplicar políticas e procedimentos com a intenção de administrar situações de conflito de interesse⁷¹. A regulação inclusive prescreve que é necessário eliminar competições/concurso de vendas (*sales contests*), cotas de vendas, bônus e compensações não monetárias que sejam baseados na venda de títulos ou tipos de título específicos por um período limitado⁷².
- *Compliance with regulation*: estabelecer e manter políticas de reforço às políticas e controles internos primários.

Nos Estados Unidos, a regulação permanece focada nos casos em que há recomendação de produtos ou serviços por parte do intermediário. Conforme declaração da FINRA, a ausência de informações que possam ser consideradas relevantes pelo intermediário não afeta a capacidade da ponta vendedora de fazer uma recomendação. A fim de estar em conformidade com as regras estadunidenses, é necessário apenas realizar diligência suficiente para acreditar que a recomendação é adequada⁷³.

A respeito dos controles internos exigidos do participante regulado, a regulação americana determina que deverá ser providenciado para os clientes de varejo um registro de toda informação coletada e fornecida pela ponta vendedora, nos

ser recomendadas a ele; e (2) todo material fático relacionado a possíveis conflitos de interesse decorrentes da recomendação.

⁷¹ É um tema central na regulação americana, especialmente na Regulation Best Interest, a preocupação com a mitigação severa dos conflitos de interesse que circundam a recomendação de produtos e serviços a cliente de varejo (§ 240.15l-1 (a)(2)(iii)). Encontra-se ali previsto que o *broker, dealer*, ou pessoa a eles associada, deverá disponibilizar ao cliente todos os fatos relacionados a conflitos de interesse acerca da recomendação (§ 240.15l-1 (a) (2) (i)). Além disso, a SEC incumbe o *broker-dealer* da obrigação de implementar, manter e aplicar políticas projetadas para identificar e atenuar conflitos de interesse (§ 240.15l-1 (a) (2) (iii)).

Para isso a norma dispõe que as políticas implementadas pela firma deverão prevenir que recomendações possam colocar o *broker-dealer* ou pessoa a ele associada em posição que vai de encontro ao melhor interesse do cliente.

⁷² Ver: § 240.15l-1 (a) (2) (iii) (D)).

⁷³ FINRA *Rule 2111 (Suitability)* FAQ. A3.4 (**FINRA, 2024**). Acesso em abril de 2024.



termos da *Regulation Best Interest*⁷⁴. A negligência, recusa ou inabilidade por parte do cliente em fornecer informações, eximirá o intermediário ou parte associada de obter a informação requerida⁷⁵. Os registros produzidos devem ser preservados por pelo menos seis anos após a data em que foram atualizados ou completados, ou a data em que a conta foi encerrada⁷⁶.

V.1.3 – Dever Fiduciário – *Investment Advisors*

No mercado de capitais norte-americano existe a figura do dever fiduciário, a ser respeitada pelos *investment advisors*. A lei federal *Investment Advisers Act of 1940*⁷⁷, conforme interpretação da SEC, estabeleceu dois deveres fiduciários básicos que são esperados dessa figura: o "dever de cuidado" e o "dever de lealdade" (*care duty* e *duty of loyalty*)⁷⁸.

O *care duty* descrito na interpretação da lei está relacionado à obrigação do assessor de investimentos de oferecer recomendações e sugestões que visam o melhor interesse do cliente. A fim de satisfazer essa obrigação, é preciso que ao realizar uma recomendação o assessor acredite que ela é a mais adequada levando em consideração os objetivos do cliente, e não o benefício próprio.

O aspecto *duty of loyalty* do dever fiduciário, igualmente descrito na interpretação da lei, está relacionado à obrigação do assessor de sanar ou informar todos os conflitos de interesse que poderiam influenciar a sua recomendação, de forma consciente ou não. Em vista disso, o cliente pode consentir às recomendações de maneira informada.

⁷⁴ 17 CFR § 240.17a-3 (a) (35) Records to be made by certain exchange members, brokers and dealers **(SEC, 1992)**.

⁷⁵ 17 CFR § 240.17a-3 (a) (35) (ii).

⁷⁶ 17 CFR § 240.17a-4 (e) (5).

⁷⁷ The Investment Advisers Act of 1940 ("Advisers Act").

⁷⁸ Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers. **(SEC, 2019)**, pág. 7. Acesso em abril de 2024.



O dever fiduciário foi de certa forma incorporado na *Regulation Best Interest*, porém não na íntegra. A SEC optou por não aplicar o dever fiduciário estabelecido pela *Advisers Act* aos *broker-dealers*⁷⁹, visto que as figuras de *broker-dealers* e *investment advisers* exercem papéis diferentes naquela estrutura de mercado⁸⁰.

Assim, a SEC resolveu ampliar as obrigações para *broker-dealers* no tocante as recomendações feitas a investidores de varejo. Apesar de não introduzir aos *broker-dealers* o dever fiduciário tratado na *Advisers Act*, elementos fundamentais do padrão de conduta esperado dos mesmos através da *Reg BI* são bastante similares aos aplicáveis aos *investment advisors* pela *Advisers Act* no momento que uma recomendação é feita⁸¹.

V.2 – União Europeia (UE)

V.2.1 – Principais instrumentos regulatórios

O mercado de capitais da União Europeia é regulado e supervisionado pelos reguladores nacionais locais e pela meta-reguladora ESMA (*European Securities*

⁷⁹ Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct (SEC, 2023). Pág. 56.

⁸⁰ Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers (SEC, 2019). Pág. 2. “De acordo com a legislação federal, a figura do *investment advisor* é um fiduciário”. Pag. 3: *Investment advisers* e *broker-dealers* estão encarregados de diferentes tipos de relacionamento com os investidores e oferecem diferentes serviços, além de possuírem modelos de compensação distintos”. SEC. *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers* (SEC, 2011). Acesso em: 5/10/2024. De acordo com a SEC, a maioria dos *investment advisers* são remunerados pelos seus clientes com base na porcentagem de *assets* sob administração, enquanto outros podem ser remunerados por hora ou taxas fixas. Os *investment advisers* oferecem ampla gama de serviços de consultoria e desempenham papel importante em ajudar indivíduos e instituições a tomar decisões financeiras. Enquanto isso, a maioria dos *broker-dealers* é remunerada por meio de *transaction-based compensation* e, como intermediários, eles conectam os investidores a investimentos, que variam de ações ordinárias e fundos mútuos a produtos financeiros complexos. Dessa forma, *broker-dealers* podem oferecer uma variedade de serviços e produtos de corretagem para clientes de varejo, incluindo, mas não se limitando a fornecer apenas serviços de custódia e execução de operações para um cliente que selecionou um consultor financeiro independente, contas margem, pesquisa, aconselhamento e educação em geral, operar um *call center* ou ainda oferecer serviços de alocação de ativos com recomendações sobre classes de ativos.

⁸¹ Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct (SEC, 2023), pág. 58.



and Markets Authority). Participantes do mercado submetem-se ao conjunto de regulação direta da *European Markets in Financial Instruments Regulation* (Regulação MIFIR)⁸² e à regulação nacional estabelecida em acordo com as diretivas da *Markets in Financial Instruments Directive* (Diretiva MiFID II)⁸³.

Nesse sentido, tal Diretiva deve ser aplicada nacionalmente a todas as *investment firms*, operadores de mercado e instituições de países não integrantes da União Europeia que fornecem serviços de investimento, ou que realizam investimentos por meio de filial integrante da UE.

Além dos dispositivos mencionados acima, a Regulação Delegada 2017/565⁸⁴ também contém comandos sobre o tema. Por fim, em busca de esclarecer dúvidas advindas da regulamentação em vigor, a ESMA publicou *guidelines* sobre certos aspectos dos requerimentos de *suitability* da MiFID II⁸⁵.

Como um exemplo prático de aplicação das Diretivas da MiFID, podemos analisar o caso francês. A França atualmente possui regras aplicáveis aos seus assessores de investimento contidas na regulação da *Autorité des marchés financiers* (AMF), no art. 325-17 da *General Regulation*. O artigo aborda sobre como deve ser produzido o relatório de *suitability* referido no *Monetary and Financial Code* francês⁸⁶.

Nessa seara, as recomendações feitas a um cliente devem ser formalizadas em relatório escrito expondo as motivações do *advisor* em recomendar determinado produto, assim como incluir as vantagens e riscos de certo investimento em relação ao próprio assessor. Acrescenta-se ainda que essas sugestões também

⁸² A Regulation (EU) No 600/2014 (**EUR-LEX, 2024a**) consiste em regulação direta em âmbito da UE.

⁸³ MIFID2 Diretiva 2014/65/EU (**EUR-LEX, 2024b**) para implementação de regulação nacional, a qual tende a ser muito próxima.

⁸⁴ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 (**EUR-LEX, 2022**).

⁸⁵ O propósito deste Guideline publicado em 04/2023 foi elucidar certos aspectos da aplicação da MiFID II a fim de garantir a aplicabilidade uniforme e consistente da norma. (**ESMA, 2022**)

⁸⁶ Ponto 9º do Artigo L.541-8-1 do Código Monetário e Financeiro (*Monetary and Financial Code*). (**AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF), 2018**). Acesso em agosto de 2024.



devem estar de acordo com a situação financeira e experiência do cliente, além de seus objetivos.

V.2.2 – Regulação específica sobre o tema *suitability*

Acerca de *suitability*, a regulação está contida basicamente no art. 25 da MiFID II e nos arts. 54 e 55 da Regulação Delegada 2017/565 que a suplementa⁸⁷.

Estados membros da União Europeia, devem exigir que as instituições de investimento autorizadas a operar verifiquem e demonstrem às autoridades nacionais competentes que pessoas naturais fornecendo assessoria de investimentos, informação sobre instrumentos financeiros ou serviços auxiliares a clientes por meio da instituição, possuem o conhecimento necessário e competência para cumprir as obrigações descritas no art. 25 da MiFID II⁸⁸. A Diretiva determina que Estados membros devem publicar os critérios utilizados para verificar essa competência e conhecimento⁸⁹.

Assim, de acordo com a regulação europeia, a ponta comercial de uma instituição de investimento é obrigada a coletar informações suficientes acerca de seu cliente a fim de analisar seu perfil (*suitability assessment*) antes de fazer recomendações sobre produtos, administração de portfólio, ou sugestões de compra, venda, ou qualquer conselho do tipo⁹⁰.

⁸⁷ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. (EUR-LEX, 2022).

⁸⁸ Os artigos 24 e 25 da MiFID II (ESMA, 2014) dispõem acerca da postura esperada dos Estados membros e de suas instituições de investimento. Essa postura requer que as instituições ajam de forma honesta, justa e profissional, de acordo com o melhor interesse do cliente. E, neste sentido, ao recomendar investimentos ou manutenção de portfólio ela deverá obter informação necessária para certificar-se que o produto oferecido é adequado ao perfil do cliente.

⁸⁹ MiFID II, art. 25 (1). (ESMA, 2014)

⁹⁰ ESMA Guidelines on certain aspects of the MiFID II *suitability* requirements. Pág.23. (ESMA, 2022).



Dessa forma, a MiFID II (ESMA, 2014) e a Regulação Delegada 2017/565 (ESMA, 2022) comandam que a instituição de investimentos deverá obter as seguintes informações sobre seu cliente antes de realizar recomendações:⁹¹

- conhecimento ou experiência anterior do cliente com investimento em relação àquele tipo específico de produto ou serviço.
- situação financeira do cliente.
- objetivos do cliente, incluindo tolerância a riscos.

O art. 25 (2) da MiFID II explica que a reunião dessas informações é fundamental para permitir que a *investment firm* recomende serviços ou instrumentos financeiros que sejam mais adequados ao cliente, em especial à sua capacidade de suportar os riscos e perdas. Ele ainda ressalta a importância do *suitability* sobre as recomendações de investimento em um *conjunto* de produtos ou serviços. É dever da instituição certificar-se que a recomendação em sua *totalidade* é ideal para o perfil do cliente.

O art. 25 (3) da MiFID II determina que ao fornecer serviços de investimentos diferentes dos mencionados no art. 25 (2), isto é, recomendação de investimento ou administração de portfólio (*investment advice or portfolio management*), é dever do intermediário questionar o cliente, ou cliente em potencial, sobre seu conhecimento anterior, experiência no ramo ou com o tipo de produto ou serviço oferecido ou demandado.

Ressalta-se que existe uma dispensa relevante dessa diligência, porém apenas no caso de serviços de recepção e transmissão de ordens de negociação. Entre os parâmetros que condicionam a dispensa, encontram-se o conjunto de ativos a ser negociado e ambientes de negociação, os quais englobam ativos não

⁹¹ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 (**EUR-LEX, 2022**), art. 54 (2), art. 55(1) e Directive 2014/65/EU (MiFID II) (**ESMA, 2014**), art. 25 (2).



complexos/estruturados e negociações em mercados organizados de bolsa e MTFs^{92 93}.

O regulador europeu também espera que as próprias instituições de investimento determinem a amplitude de informações que julgarem necessário serem coletadas a fim de determinar se o cliente é compatível com a natureza do serviço a ser recomendado⁹⁴. Ou seja, os dados e informações a serem coletados se moldam conforme a necessidade da recomendação (ou produto, serviço, *advise*). Por exemplo, quando se tratar da recomendação de instrumento complexo ou de alto risco, é dever do intermediário financeiro considerar se é necessário coletar mais informações ou detalhes sobre o cliente, de forma diferente do que seria se a recomendação fosse menos complexa ou arriscada.

Se por meio desses dados adicionais coletados a instituição avaliar que o produto não é apropriado para o cliente, é sua obrigação alertá-lo⁹⁵. No cenário do cliente ou potencial cliente não fornecer dados ou informações suficientes a respeito de seu conhecimento e experiência, a instituição também deverá informá-lo sobre a impossibilidade de determinar se o produto ou serviço é apropriado para seu perfil. Ambos os alertas podem ser realizados de modo padrão ao cliente.

Quanto aos questionários utilizados pela ponta comercial para analisar o perfil do cliente, pouco articula a regulação europeia sobre suas formas específicas. Além das noções sugeridas mencionadas acima, a Diretiva não determina nenhuma outra regra no que concerne o conteúdo dos questionários

⁹² *Multilateral Trading Facilities* são plataformas de negociação financeira autorreguladas que permitem a negociação de instrumentos financeiros, como ações, *bonds* e derivados, entre várias partes. Eles operam sob a regulamentação da Diretiva de Mercados de Instrumentos Financeiros (MiFID) na Europa, oferecendo uma alternativa às bolsas de valores tradicionais.

⁹³ MiFID II, art. 25 (4). É previsto no texto da MiFID II que se as condições descritas no art. 25 (4) forem atendidas, não é necessária a diligência estipulada pelo parágrafo (3) do mesmo artigo, apenas no caso de serviços de recepção e transmissão de ordens de negociação.

⁹⁴ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. Art. 54 (2).

⁹⁵ MiFID II, art. 25 (3).



empregados na determinação do perfil dos clientes. Desse modo, cada instituição financeira pode elaborar seu próprio questionário, que tende a ser diferente do de seus competidores no mercado⁹⁶.

Sobre a classificação de produtos, a *Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565* determina que um instrumento que não está especificado no art. 25 (4)(a) da MiFID II, será classificado como *non-complex* (não complexo) se satisfizer os critérios contidos no art. 57 da Regulação Delegada⁹⁷. Na *guideline* publicada pela ESMA sobre o tema *suitability*, ficou esclarecido que é competência da instituição de investimento definir o grau de risco dos instrumentos financeiros ofertados a seus clientes, levando em conta, sempre que praticável, possíveis orientações determinadas pelas autoridades competentes de supervisionar a firma⁹⁸.

Assim como no Brasil e nos EUA, o arcabouço regulatório europeu entende que deverão ser mantidos controles internos pelos intermediários. As instituições deverão ser capazes de demonstrar que possuem procedimentos e políticas capazes de garantir que entendem as características, custos e riscos dos serviços e instrumentos financeiros oferecidos aos seus clientes, além de analisar se tais serviços ou instrumentos são adequados ao perfil desses clientes.

Apesar da regulação não fazer distinção entre clientes de varejo e profissionais quanto à necessidade de *suitability assesment*, a MiFID traz algumas obrigações para as instituições financeiras que podem variar de acordo com o tipo de cliente⁹⁹.

⁹⁶ MARINELLI, Nicoletta; MAZZOLI, Camilla. Profiling investors with the MiFID: current practice and future prospects. Pág. 5. **(MARINELLI; MAZZOLI, 2011)**.

⁹⁷ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. Art. 57. **(EUR-LEX, 2022)**

⁹⁸ ESMA Guidelines on certain aspects of the MiFID II *suitability* requirements **(ESMA, 2022)**. Pág. 12.

⁹⁹ Section I of Annex II of MiFID II ('*Categories of client who are considered to be professionals*').



Nessa seara, a MiFID introduziu uma nova distinção entre seus clientes, os classificando em três tipos: *Retail Clients*, *Professional Clients* e *Eligible Counterparties*¹⁰⁰. Nessa segregação, testes mais extensivos de *suitability* e *appropriateness* (detalhes abaixo) são aplicados aos clientes de varejo, e enquanto os clientes considerados profissionais podem ter os requisitos de conhecimento, experiência e situação financeira geralmente presumidos pela instituição¹⁰¹. As principais diferenças entre o tratamento de clientes de varejo e profissionais que podem ser extraídas da norma são o rigor nas exigências de informações, a comunicação com esses clientes e o nível de proteção¹⁰².

Por exemplo, ao passo que clientes de varejo requerem fontes de informação mais numerosas, um nível mais alto de proteção e análise de tolerância de risco por parte do intermediário, para clientes profissionais é exigido uma lista menos extensa de informação e existe menos proteção, a despeito de ainda se exigir uma análise de tolerância de risco¹⁰³.

Um exemplo prático desse tratamento diferenciado pode ser extraído da Regulação Delegada 2017/565. O regulamento torna obrigação dos intermediários financeiros que, ao fornecerem recomendações de investimento, providenciem um *report* (relatório)¹⁰⁴ aos investidores de varejo que contenha o delineado da recomendação, bem como a justificativa de como aquela

¹⁰⁰ MiFID II, Artigo 30. A MiFID permite que o cliente opte por estar numa categoria diferente, a qual fornecerá um nível diferente de proteção, de acordo com a classificação.

¹⁰¹ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. Art. 54 (3). O art. 54, em seu parágrafo 3º, assegura que instituições de investimento que fornecerem seus serviços a investidores profissionais, podem assumir que em relação aos produtos, serviços e transações para as quais o cliente é adequado, ele possui o nível necessário de entendimento e experiência sobre o que deseja fazer.

¹⁰² De acordo com a MiFID II, as diferenças entre o tratamento desses dois tipos de clientes afetam o rigor nas exigências de informações (clientes de varejo exigem uma coleta de informações mais detalhada), o nível de proteção (clientes de varejo recebem uma proteção mais robusta) e a complexidade das informações (a comunicação com clientes profissionais pode ser mais técnica e menos detalhada).

¹⁰³ MARINELLI, Nicoletta; MAZZOLI, Camilla. Profiling investors with the MiFID: current practice and future prospects, pág.2. **(MARINELLI; MAZZOLI, 2011)**

¹⁰⁴ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565, art. 54(12).



recomendação é adequada para seu perfil, incluindo também como aquela vai ao encontro de seus objetivos, circunstâncias, experiência, entre outros¹⁰⁵.

Outra dimensão relevante a ser considerada é a de que a União Europeia implementou um sistema dual para verificação de adequação produto-cliente. No contexto da MiFID II, *suitability* e *appropriateness* são conceitos distintos, ainda que relacionados¹⁰⁶.

Enquanto o parâmetro de *suitability* aplica-se quando um serviço de consultoria de investimento ou gestão de carteiras é oferecido, requer uma análise mais aprofundada do perfil do cliente¹⁰⁷ e tem como objetivo garantir que o investimento recomendado seja adequado ao cliente em termos de risco, retorno esperado e perfil financeiro, a verificação de *appropriateness* é cabível quando produtos financeiros são vendidos sem uma consultoria de investimento, como na execução de ordens ou na venda de produtos complexos¹⁰⁸.

Esse último tipo de verificação, por sua vez, requer a avaliação do conhecimento e experiência do cliente *em relação ao produto específico* para determinar se ele é adequado para o cliente. Assim, a avaliação de *appropriateness* é menos

¹⁰⁵ O art. 52 da Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 dispõe sobre mais elementos desse relatório, como:

1. a frequência e extensão da verificação periódica de *suitability* e, quando relevante, as condições que (“trigger”) acionam essa verificação;
2. a extensão com que a informação previamente coletada será sujeita à reavaliação;
3. e o modo com que uma recomendação atualizada será comunicada ao cliente.

¹⁰⁶ MiFID II (84).

¹⁰⁷ Essa análise inclui objetivos de investimento, situação financeira e experiência e conhecimento sobre investimentos.

¹⁰⁸ De acordo com a norma Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565, um instrumento que não está especificado no art. 25 (4)(a) da MiFID II, será classificado como *non-complex* (não complexo) se satisfizer os critérios contidos no art. 57 da Regulação Delegada. Em resumo não exaustivo, não pode se tratar de “opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rentabilidades, licenças de emissão ou outros derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros que possam ser liquidados mediante uma entrega física ou um pagamento em dinheiro, e operações estruturadas que dificultam ao investidor compreender o risco associado ao produto”.



abrangente do que a de *suitability*, focando principalmente na capacidade do cliente de entender os riscos envolvidos *no investimento*.

A *appropriateness* pode ser considerada um subtipo de *suitability*¹⁰⁹. Contudo, diferem-se em três pontos: i) o campo de aplicação; ii) o conteúdo; e o iii) efeito operacional¹¹⁰. Tanto a *suitability* quanto a *appropriateness* devem ser analisadas por meio de questionários¹¹¹. Resumidamente, *suitability* envolve uma análise mais completa do cliente para garantir que um investimento específico atenda às suas necessidades e perfil, enquanto *appropriateness* verifica se o cliente tem o conhecimento e a experiência necessários para compreender os riscos associados a um produto específico¹¹².

Acrescenta-se ainda que na regulação trazida pela MiFID II, um intermediário é vedado de desencorajar um investidor de fornecer seus dados quando requeridos para o propósito da análise de *suitability*¹¹³. As instituições alcançadas pela norma devem ser capazes de tomar medidas razoáveis a fim de garantir

¹⁰⁹ MARINELLI, Nicoletta; MAZZOLI, Camilla. Profiling investors with the MiFID: current practice and future prospects. **(MARINELLI; MAZZOLI, 2011)** Pág.3.

¹¹⁰ MARINELLI, Nicoletta; MAZZOLI, Camilla. Profiling investors with the MiFID: current practice and future prospects. **(MARINELLI; MAZZOLI, 2011)** Pág. 4.

Quanto ao campo de aplicação, há uma divisão entre serviços recomendados e não recomendados (*advised e non advised services*), enquanto serviços não recomendados requerem um questionário de *appropriateness*, serviços que sejam objeto de recomendação requerem um questionário de *suitability*. Em relação ao conteúdo, os questionários de *suitability* tendem a ser mais profundos e possuem organização diferente, divididos em três seções. Os questionários de *appropriateness* esperam menos informações acerca do cliente e são preparados para analisar a experiência e conhecimento prévio do cliente sobre o produto ou serviço, a fim de descobrir se o investidor entende os riscos envolvidos no processo. Além disso, esses questionários também são diferentes em relação a sua obrigatoriedade, o que tem influência sobre seus efeitos operacionais.

¹¹¹ As diligências comuns a *suitability* e *appropriateness* estão dispostas na *Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 (EUR-LEX, 2022)*, em seu art. 55.

¹¹² Neste segundo cenário, conhecido como *execution-only*, o papel do intermediário é garantir que o instrumento (serviços *non-advised*) oferecido é adequado ao investidor. Se o cliente enviar, por iniciativa própria, uma ordem referente a um produto *non-complex*, não será necessário um teste de *suitability* ou *appropriateness*. No caso de o cliente solicitar que sua instituição financeira execute uma ordem pertinente a um instrumento financeiro complexo ou acerca de qualquer instrumento financeiro, a instituição tem como obrigação avaliar se o produto ou serviço é apropriado para determinado cliente.

¹¹³ MiFID II, art. 25 (3).



que os dados coletados de cliente ou potenciais clientes sejam verdadeiros e confiáveis¹¹⁴.

De acordo com o entendimento da regulação europeia, os intermediários financeiros reservam-se o direito de debruçar-se sobre a informação coletada como se verdadeira fosse¹¹⁵. Contudo, cabe aos mesmos mostrar que não existem razões para acreditar que os dados coletados possam ser falsos, desatualizados ou incompletos. Por fim, instituições de investimento que realizam uma verificação periódica de *suitability* deverão, a fim de aprimorar o serviço, rever ao menos anualmente a adequação das recomendações¹¹⁶.

Como tópico final, podemos mencionar que União Europeia buscou através da Regulação 2021/1253¹¹⁷ integrar as *sustainability preferences* de seus clientes com o processo de *advisory* e *portfolio management*¹¹⁸. É obrigação dos intermediários, de acordo com a regulação europeia, conduzir a análise dessas preferências de seus clientes¹¹⁹. Dessa maneira, o tema “sustentabilidade” se tornou elemento mandatário no processo de recomendação de produtos.

Dessa maneira, clientes devem ser perguntados durante o processo de *suitability* se desejam investir de forma considerada “sustentável” e, em caso positivo, qual a extensão que desejam que essas preferências sejam incorporadas aos seus investimentos.

O conceito de *sustainability preference* e os diferentes tipos de produtos incluídos nesta categoria de investimento, assim como as escolhas a serem

¹¹⁴ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 (**EUR-LEX, 2022**), art. 54 (7).

¹¹⁵ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565, Artigo 55 (3).

¹¹⁶ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565, Artigo 54(13).

¹¹⁷ *Commission Delegated Regulation 2021/1253*. (**EUR-LEX, 2021**), acesso em: julho de 2024.

¹¹⁸ A *Commission Delegated Regulation 2021/1253*, que emendou a *Delegated Regulation (EU) 2017/565* trata da integração de sustentabilidade (*sustainability factors, riscos e preferences*) em requerimentos e condições de operação para firmas de investimento. Em seu turno, a CVM abordou o assunto no Ofício Circular Conjunto CVM/SMI/SIN 01/2023 (**CVM, 2023b**).

¹¹⁹ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. Art. 2(7).



feitas, devem ser explicadas ao cliente pela instituição. Contudo, as *guidelines* publicadas pela ESMA estabeleceram que as *investment firms* devem adotar uma postura neutra e imparcial ao longo do processo de verificação, a fim de não influenciar a resposta do cliente em relação às suas preferências.¹²⁰

V.3 – Resumo comparativo: EUA, UE e Brasil

Em virtude do que foi mencionado, é possível perceber que em linhas gerais há uma convergência entre os arcabouços regulatórios, no sentido de que a abordagem de *suitability* é majoritariamente principiológica e pautada numa abordagem baseada em risco. Contudo, há algumas diferenças que valem ser pontuadas.

A regulação brasileira utiliza a figura do “Termo de Desenquadramento ou Ciência de Risco” para reduzir o risco do intermediário em situações nas quais o investidor opta por investir em um produto fora de seu perfil de risco mapeado, instrumento sem um equivalente nos países analisados. A intenção normativa não é a vedação de que o investidor queira investir em produto desenquadrado, mas que seja alertado e assine que o faz consciente de estar desenquadrado.

O regime americano e os regimes europeu e brasileiro se diferenciam na necessidade de alertas aos clientes quanto à inadequação perfil-produto, pois a regulação americana permanece voltada apenas para cenários em que há recomendação de produtos ao cliente, enquanto os regimes europeu e brasileiro requerem que os intermediários também atuem em casos em que não houve recomendação, alertando seus clientes sobre o desajuste, em relação ao perfil, até mesmo de produtos selecionados pelos próprios clientes.

Enquanto as hipóteses de dispensa do dever de verificação no Brasil se aplicam a alguns tipos de investidores qualificados (as dispensas não abarcam pessoas

¹²⁰ ESMA Guidelines on certain aspects of the MiFID II *suitability* requirements (ESMA, 2022). Pág. 9.



naturais), esse tipo de isenção na jurisdição americana está limitado a investidores institucionais sob condições específicas. A União Europeia não prevê a dispensa desse dever em nenhuma hipótese, porém diferencia o nível de proteção entre clientes, e prescreve procedimentos distintos para investidores profissionais ou de varejo¹²¹.

Elementos como a taxatividade das informações a serem coletadas, grau de autonomia dos intermediários na abordagem baseada em risco e, conseqüentemente, responsabilidades do intermediário no processo são em alguma medida distintos.

Por exemplo, enquanto o arcabouço brasileiro prescreve, em rol taxativo, o mínimo de análises a serem conduzidas e dados que devem ser coletados, na União Europeia e nos Estados Unidos a regulação é menos prescritiva. A regulação americana deixa aberta a discricionariedade da ponta comercial para julgar quaisquer dados relevantes ou não para a análise do perfil do investidor. O regulador europeu, por sua vez, apesar de definir alguns dados como necessários, espera que as próprias instituições de investimento determinem a amplitude de informações a serem coletadas a fim de analisar se o cliente é compatível com a natureza do serviço a ser recomendado.

Outro ponto que merece destaque entre as jurisdições estudadas é o caso europeu, que se distingue dos demais países por adotar na prática dois regimes, um mais complexo, o de *suitability*, e um mais simples, de *appropriateness*. Nesse sentido, quando a iniciativa de negociação parte do investidor, ou o serviço utilizado é pouco complexo, cabem dispensas de diligências ou apenas a necessidade da diligência de *appropriateness* por parte da instituição financeira.

¹²¹ MiFID II (ESMA, 2014) e Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 (EUR-LEX, 2022), art. 54



Tabela 3: Resumo comparativo acerca do arcabouço regulatório de suitability: EUA, UE e Brasil

Tópico	EUA	UE	BRASIL
Material regulatório	Regulation Best Interest (Reg BI) e a FINRA Rule 2111.	Regulação MiFID II e Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565	Resolução CVM 30 Resolução CVM 50
Informações utilizadas para mapeamento do perfil do Cliente	Segundo o arcabouço normativo, a diligência adequada para a verificação do perfil do cliente se apoia em um rol exemplificativo de dados, tais como os objetivos do cliente, sua situação financeira, compreensão sobre os riscos do produto, período que o cliente deseja manter o investimento, composição do patrimônio do cliente, experiência profissional, produtos com que possui familiaridade, entre outros.	Segundo o arcabouço normativo, existe um rol mínimo e taxativo de coleta de dados, o qual deve incluir os objetivos do cliente, sua situação financeira, compreensão sobre os riscos do produto, período que o cliente deseja manter o investimento, composição do patrimônio do cliente, experiência profissional, produtos com que possui familiaridade.	A regra brasileira dispõe em rol taxativo o mínimo de análises a serem realizadas e dados que devem ser coletados no procedimento de cadastro. A diligência adequada para a verificação do perfil do cliente se apoia em informações como os objetivos do cliente, sua situação financeira, compreensão sobre os riscos do produto, período que o cliente deseja manter o investimento, composição do patrimônio do cliente, formação e experiência profissional, produtos com que possui familiaridade, sua aversão a risco, entre outros.
Dispensa do dever de verificação	A dispensa do dever de verificação está prevista na Regulação da FINRA na Rule 2111(b). Ela oferece, de acordo com condições delineadas no parágrafo, isenção para investidores institucionais.	Apesar de diferenciar o nível de proteção entre clientes profissionais e varejo, a regulação europeia não dispensa os intermediários do dever de verificação para investidores profissionais ou de varejo ¹²² . Contudo, o caso europeu se distingue dos demais países por adotar na prática dois regimes, um mais complexo, o de <i>suitability</i> , e um mais simples, de <i>appropriateness</i> . Nesse sentido, quando a iniciativa de negociação parte do investidor, ou o serviço utilizado é pouco complexo, cabem dispensas de diligências ou apenas a diligência de <i>appropriateness</i> por parte da instituição financeira.	Hipóteses descritas no art. 10. A dispensa de verificação de adequação dos produtos se aplica quando o cliente for: investidor qualificado (com exceções, dentre as quais não inclui-se pessoas naturais), pessoa jurídica de direito público, quando o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador autorizado pela CVM ou quando o cliente já tiver o seu perfil definido por um consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM e esteja implementando a recomendação por ele fornecida.

¹²² Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. Art. 54 (3). O art. 54, em seu parágrafo 3º, assegura que instituições de investimento que fornecerem seus serviços a investidores profissionais, podem assumir que, em relação aos produtos, serviços e transações para as quais o cliente é adequado, ele possui o nível necessário de entendimento e experiência sobre o que deseja fazer.



Tópico	EUA	UE	BRASIL
Verificação periódica	Não há previsão.	Instituições de investimento que realizam uma verificação periódica de <i>suitability</i> deverão rever ao menos anualmente a adequação das recomendações ¹²³ . A frequência dessa revisão deverá ser determinada de acordo com o perfil de risco do cliente e o tipo de instrumento sugerido.	Pessoas atingidas pela norma deverão diligenciar para manter as informações relativas ao perfil de seus clientes atualizadas, devendo, para tanto, observar os critérios e a periodicidade utilizados para atualização dos cadastros dos clientes ativos, observando-se o intervalo máximo de 5 anos. Devem ainda proceder a uma nova análise e classificação das categorias de valores mobiliários em intervalos não superiores a 24 meses ¹²⁴ .
Procedimento específico mandatório em caso de não adequação ao perfil	Não há. Provisões voltadas apenas para recomendações dos intermediários aos clientes.	Se por meio dos dados coletados a instituição avaliar que o produto não é apropriado para o cliente, é sua obrigação alertá-lo ¹²⁵ . No cenário do cliente ou potencial cliente não fornecer dados ou informações suficientes a respeito de seu conhecimento e experiência, a instituição também deverá informá-lo sobre a impossibilidade de determinar se o produto ou serviço é apropriado para seu perfil.	No caso de o cliente encontrar-se com o perfil de risco desatualizado ou ausente, ou não compatível com o investimento desejado, e ordenar a realização de operação, serviço ou transação referente a produto inadequado, é obrigação da ponta vendedora alertá-lo e obter uma declaração expressa de ciência através de um "Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco".
Elemento: "Quantitative" <i>suitability</i>	A obrigação de <i>suitability</i> da Rule 2111 da FINRA é composta pelo aspecto " <i>quantitative suitability</i> ", que requer que o membro ou pessoa associada observe se uma série de transações, mesmo que adequadas quando observadas de forma isolada, são excessivas ou inadequadas quando vistas em conjunto, à luz do perfil do cliente ¹²⁶ .	É ressaltada a importância do " <i>suitability</i> " sobre as recomendações de investimento em um <i>conjunto</i> de produtos ou serviços. É dever da instituição certificar-se que a recomendação em sua <i>totalidade</i> é ideal para o perfil do cliente.	A análise requerida pelo inciso II, do §2º, da RCVM 30, obriga os intermediários, ao verificarem a adequação, a levar em conta a carteira consolidada do cliente. Sobre isso especificamente, o Ofício Circular CVM/SMI 09/19 fornece orientações adicionais. A verificação da adequação da carteira total ao perfil de risco do cliente também é prevista nas disposições da autorreguladora ANBIMA ¹²⁷ .

¹²³ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565, Art. 54(13)

¹²⁴ Art. 9º, inciso I, da RCVM 30.

¹²⁵ MiFID II, art. 25 (3).

¹²⁶ FINRA Rules 2111 *Supplementary material*. 05 Components of *Suitability* Obligations (**FINRA, 2020**).

¹²⁷ Capítulo IV – *Suitability* de "Regras e procedimentos de distribuição de produtos de investimento", versão divulgada pela ANBIMA em 08/07/2024 (**ANBIMA, 2024a**).



Tópico	EUA	UE	BRASIL
Classificação de produtos	Não há previsão no arcabouço.	É competência da instituição de investimento definir o grau de risco dos instrumentos financeiros ofertados a seus clientes, levando em conta, sempre que praticável, possíveis orientações determinadas pelas autoridades competentes de supervisionar a firma ¹²⁸ .	Dispõe sobre critérios que devem ser utilizados para classificar os produtos, identificando características que possam afetar sua adequação ao perfil do cliente ¹²⁹ . Houve padronização via autorregulação da ANBIMA.

VI – Avaliação de indicadores de eficácia da regulação (qualitativos e quantitativos)

Neste ponto, vale mencionar que não se considera viável estimar cenários contrafactuais e grupos de controle para o arcabouço normativo mencionado. O mercado de valores mobiliários, em especial o mercado organizado de bolsa, recebeu um grande contingente de novos investidores nos últimos anos¹³⁰ por uma série de razões conjunturais e estruturais que independem da introdução e evolução das regras de *suitability* e *disclosure* comercial debatidas acima.

No mais, é de se esperar em nível teórico que a introdução, evolução e eficácia de tais regras seja um fator marginalmente favorável no que se refere à captação de novos investidores para o mercado de valores mobiliários, desempenho ajustado ao risco dos investidores e na redução de fricções e litígios operacionais entre investidores e prestadores de serviço da indústria.

¹²⁸ Guidelines on certain aspects of the MiFID II *suitability* requirements (ESMA, 2022). Pág. 12.

¹²⁹ Art. 5º, parágrafo único, da RCVM 30 (CVM, 2021b).

¹³⁰ Caderno “Pessoas Físicas – Uma análise da evolução dos investidores na B3” (B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A., 2024). Na página 13 de 56 é mostrado que o número de investidores cresceu de aproximadamente 800 mil em 2019 para 5,1 milhões em junho de 2024.



A eficácia da regulação, por sua vez, depende da operação adequada de uma série de elos: (i) o conteúdo da norma ser completo e coeso o suficiente para assegurar proteção do investidor; (ii) os responsáveis pela *suitability* implementarem corretamente suas políticas, o que engloba metodologias adequadas de classificação de perfil de risco de clientes e produtos, questionários de mapeamento de perfil eficazes e governança e controles internos robustos; (iii) a supervisão e o *enforcement* por parte dos autorreguladores e do regulador assegurarem o dissuasão e *compliance*.

Sendo assim, busca-se nesta ARR avaliar três conjuntos de dados para análise e construção de indicadores de eficácia, os quais possuem dimensões qualitativas e quantitativas. Os conjuntos para geração dos indicadores têm como origem de dados: (i) dados de autorreguladores, (ii) dados obtidos via regulador; (iii) dados de pesquisa temática junto aos investidores.

VI.1 – Dados de autorreguladores

Considerando que a primeira linha de defesa da indústria, no que abarca a supervisão de processos dos intermediários e análise de reclamações dos investidores, é efetuada pelos autorreguladores, é relevante analisar dados referentes a atuação da: (i) BSM, sobre os intermediários que possuem autorização para operar aos mercados organizados administrados pela B3; e da (ii) ANBIMA, sobre as instituições aderentes aos seus códigos de autorregulação, conjunto que compõe praticamente a totalidade da indústria de intermediação e administração de carteira.



VI.1.1 – Apontamentos de auditoria e Processos Administrativos Disciplinares da BSM por intermediários com registro ativo na CVM

A BSM efetua auditorias operacionais em seus participantes autorizados, e pode abrir Processo Administrativo Disciplinar (PAD)¹³¹ caso verifique não conformidades relevantes.

No período de 2019 a 2023, verificou-se que foram abertos 182 apontamentos de auditoria relacionados a *suitability*, bem como apenas 2 PADs relacionados a irregularidades de *suitability* (infrações à antiga ICVM 539, atual RCVM 30). Já o número de intermediários com registro ativo na base cadastral da CVM, conforme Boletim Econômico¹³², encontrou-se estável, em torno da média de 259 participantes.

Tome-se como um primeiro indicador de eficácia a redução da ocorrência relativa de apontamentos de auditoria via BSM.

Tabela 4: Indicador de Eficácia 1 - Apontamentos de auditoria e PADs relacionados à *suitability* abertos pela BSM, por intermediários com registro ativo na CVM

	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Apontamentos	74	31	31	32	14	182
PAD			1		1	2
Intermediários com registro ativo (base cadastral da CVM)	255	255	259	260	267	259 (média)
(Apontamentos + PAD) / Intermediários	0,29	0,12	0,12	0,12	0,06	0,14 (média)

Fonte: BSM e CVM.

¹³¹ Acesse: www.bsmsupervisoao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/como-funciona.

¹³² Boletim Econômico da CVM (**CVM/ASA, 2024**), na página 6 de 45 (Mercado regulado) da Edição nº 13, de 29/7/2024.



Observa-se entre 2019 e 2023 uma redução gradual das não conformidades relacionadas a *suitability*, pelo lado da supervisão do autorregulador sobre os intermediários, o que permite inferir que a atuação da BSM conferiu maior eficácia ao normativo através de atuação de supervisão e dissuasão. Além disso, por si só, a baixa quantidade de PAD é indício positivo de cumprimento (ao menos formal) da norma de *suitability* pelos intermediários.

A subseção seguinte aborda a questão de não conformidade ou insatisfação pelo lado dos investidores.

VI.1.2 – Reclamações de investidores relativas a *suitability* iniciadas na BSM em busca do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), por milhão de CPFs únicos registrados em mercado organizado de bolsa

Em primeiro lugar, caso o arcabouço normativo esteja cumprindo seu objetivo, espera-se que a quantidade de fricção entre investidores e prestadores de serviço se mantenha ou reduza, em particular quando ponderada pela quantidade de investidores.

Nesse contexto, um indicador de eficácia associado consistirá na quantidade de novos processos (associados a *suitability*) no MRP da B3, dividida por milhão de CPFs únicos cadastrados para negociação em mercado organizado de bolsa.

No período de 2016 a 2024, o número de CPFs distintos com contas na B3 aumentou significativamente, passando de 534 mil para aproximadamente 5,1 milhões. Consequentemente, decidiu-se normalizar a quantidade de processos instaurados no âmbito do MRP da B3, dividindo-o pelo número de CPFs, gerando um indicador de nº de MRPs de *suitability* por milhão de CPFs únicos cadastrados no mercado organizado de bolsa.



Tabela 5: Indicador de eficácia nº 2 - Reclamações de investidores relativas a *suitability* iniciadas na BSM em busca do MRP, por milhão de CPFs únicos registrados em mercado organizado de bolsa

Ano	CPFs únicos cadastrados (média anual, em milhares)	Número de processos MRP por ano	Número de processos MRP por milhão de CPFs
2016	534	5	9,4
2017	560	2	3,6
2018	653	4	6,1
2019	1.077	8	7,4
2020	2.250	7	3,1
2021	3.256	15	4,6
2022	4.463	14	3,1
2023	5.118	2	0,4
até Jul 2024	5.090	1	0,2

Fonte: BSM e B3¹³³

O gráfico abaixo ilustra a evolução do indicador. A redução recente do indicador sugere que a despeito da entrada de novos investidores, os quais tendem a ser menos experientes e mais suscetíveis a fricções no processo de *suitability* e na jornada de investimento em geral, houve um fator de melhoria na eficácia do processo, uma vez que o número de processos não acompanhou proporcionalmente esta entrada de investidores.

¹³³Caderno “Pessoas Físicas – Uma análise da evolução dos investidores na B3” (**B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A., 2024**), de junho de 2024. Na página 13 de 56 é mostrado que o número de investidores cresceu de aproximadamente 534 mil em 2016 para 5,1 milhões em junho de 2024.



Gráfico 1: Indicador de eficácia nº 2 – Casos de MRP por milhão de CPFs distintos



Fonte: BSM e CVM

VI.1.3 – Análise Qualitativa – Padrões predominantes das reclamações de investidores relativas a *suitability* iniciadas na BSM em busca do MRP

Vale ainda, em caráter mais qualitativo, analisar os padrões predominantes de tais reclamações, para buscar a origem de ineficácias processuais.

Desta maneira explica-se que no fluxo processual padrão, a BSM recebe reclamações de investidores e as classifica como “procedente” ou “improcedente” em relação a elegibilidade ao MRP (Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos). Em caso de improcedência da reclamação, o investidor ainda pode recorrer à CVM¹³⁴.

¹³⁴ Ver MRP – como funciona (BSM, 2024b) em: www.bsmsupervisao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/como-funciona, acesso em agosto de 2024.



As reclamações de investidores ao MRP foram divididas de acordo com o período da *solicitação*. A metodologia aplicada na análise desses casos no subgrupo de 2016 até 2018 contou, primeiramente, com a filtragem das solicitações de MRP de modo geral durante o período, a fim de reconhecer e destacar os que tinham como objeto de reclamação *suitability*.

O obstáculo encontrado nesta etapa foi a inexistência de classificação pré-existente em relação a finalidade da pesquisa, havendo necessidade de classificação manual subjetiva pela equipe de análise. Na busca por reclamações recolhidas após 2018, o processo baseou-se na pesquisa de MRPs com o assunto *suitability*, de acordo com a classificação feita pela BSM. Cada um desses procedimentos foi inspecionado a fim de encontrar padrões que pudessem fomentar questionamentos sobre o tema.

Constatou-se que no período de 2016 até 2018, dentro do conjunto classificado como se tratando de *suitability*, foram julgados pelo menos 11 processos. Nesse subgrupo, o resultado dos julgamentos da BSM dividiu-se em 5 (cinco) parcialmente procedentes e 6 (seis) improcedentes. Foram apresentados 5 (cinco) recursos à CVM¹³⁵.

Em contraste, durante o período de 2019 até 2023, foram apurados 46 (quarenta e seis) casos que possuíam como ponto controverso a questão da análise de *suitability*. Enquanto a maioria teve mérito julgado improcedente, houve decisões parcialmente procedentes, além de 4 (quatro) arquivamentos, 4 acordos e 2 (duas) desistências por parte dos Reclamantes¹³⁶. Quanto aos recursos à CVM, neste período foram apuradas 12 (doze) apresentações de recurso, sendo que nenhum dos recursos foi capaz de modificar as decisões da BSM.

¹³⁵ Em relação aos 5 recursos apresentados à CVM no período de 2016 a 2018, 2 deles foram improvidos, 1 provido em parte e 2 foram providos.

¹³⁶ Do total de 46 MRPs analisados de 2019 a 2023, 31 foram julgados improcedentes e 5 parcialmente procedentes, além de 2 desistências, 4 acordos e 4 arquivamentos.



Um resumo quantitativo dos principais padrões e resultados de julgamento encontra-se na tabela a seguir:

Tabela 6: Padrões predominantes das reclamações de investidores relativas a *suitability* iniciadas na BSM em busca do MRP

PADRÃO	2016 - 2018			2019 - 2023		
	Procedente	Improcedente	Sub-total	Procedente	Improcedente	Sub-total
Alega ter sido induzida por assessor	2	2	4	1	4	5
Iniciado procedimento específico BSM	1	-	1	3	4	7
Não pode ser objeto de MRP	-	-	-	-	7	7
Acordo	-	-	-	4	-	4
Assinou termo de ciência de desenquadramento e risco	-	2	2	-	4	4
De acordo com perfil, segundo reclamada	1	1	2	-	8	8
Perfil não era adequado, segundo reclamante	2	-	2	-	2	2
Reclamante era investidor qualificado	-	-	-	-	2	2
Desistência do reclamante	-	-	-	-	2	2
Arquivamento / improcedência / intempestivo	-	-	-	-	4	4
Subtotal	6	5	11	8	38	46
TOTAL (MÉDIA ANUAL)	11 (4)			46 (9)		

Fonte: BSM¹³⁷, elaboração própria.

Logo, dos 57 (11+46) casos aceitos no período total de 2016 a 2023, 43 (5+38) foram julgados improcedentes ou arquivados, e 14 (6+8) foram procedentes ou

¹³⁷ Disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/acompanhe-sua-reclamacao>



parcialmente procedentes. Importante ressaltar que a maioria dos casos improcedentes se deve ao cliente reclamar de **operações num perfil de risco inadequado**, muito embora tenha assinado um questionário resultante num perfil agressivo ou mesmo tenha assinado Termo de Ciência de Risco para operações fora de seu perfil, e que depois resultaram em prejuízo.

As solicitações ao MRP do período pré-2018 e posterior possuem similaridade nos comportamentos extraídos dos relatos dos Reclamantes, ou seja, não há diferenças expressivas neste quesito entre os dois subgrupos.

Em número considerável dos processos analisados, a BSM optou por iniciar procedimento específico interno a fim de apurar a conduta dos assessores ou investigar a fundo as alegações dos Reclamantes¹³⁸. Algumas Reclamações também foram acompanhadas de acusação da prática de *churning*¹³⁹.

É notável também, por razão da frequência com que foi constatada¹⁴⁰, que grande parte dos clientes, ora Reclamantes, alegou ter sido **induzida por assessores de investimento**. Para fins de padronização, a análise entendeu que houve alegação de indução nas reclamações que relatavam "cola" passada pelo assessor para preenchimento de formulário almejando mudança de perfil e a sugestão da mudança de perfil para acessar determinado produto ou realizar operação específica. No entanto, muitas dessas alegações não se sustentaram,

¹³⁸ Foi observado que a instauração de procedimento específico na BSM para averiguar alegações relacionadas a falha de *suitability* foi determinada em pelo menos 10 ocasiões, dentre os 46 processos analisados de 2019 a 2023. Em relação ao subgrupo de processos até 2018, dentre os 11 analisados, em 6 deles foi decidido pela instauração de procedimento interno para averiguar a conduta dos assessores de investimento.

¹³⁹ Pelo menos 4 dos 46 casos de MRP (de 2019 até 2023) que envolveram o assunto *suitability*, foram acompanhadas de acusação de "*churning*", enquanto em 2 dos 11 processos (de 2016 a 2018) houve acusação de *churning*. De acordo com a BSM, *churning* ocorre quando um operador realiza negociações excessivas para um investidor, visando apenas gerar corretagem. Ou seja, o objetivo é obter as taxas de corretagem em detrimento dos interesses do investidor.". Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/Noticias/pratica-de-churning>, acesso em: julho de 2024.

¹⁴⁰ Em pelo menos 11 processos (a partir de 2019) o Reclamante alegou claramente que foi induzido por seu assessor ao preencher o formulário de modo a buscar pelo resultado "agressivo" ou foi instruído a mudar seu perfil para ter acesso à determinado produto.



devido à falta de provas ou constatação de que o Reclamante não disse a verdade¹⁴¹.

As reclamações muitas vezes esbarram na assinatura dos Termos de Ciência de Desenquadramento e Risco. É de se esperar encontrar, como instrumento fundamental de defesa dos Reclamados, o alicerce da assinatura de Termos de Ciência de Desenquadramento e Risco pelos Reclamantes ou a existência de Avisos de Desenquadramento¹⁴².

Dentre os processos analisados¹⁴³, um número razoável foi arquivado por não poder ser objeto de MRP, apesar de haver alegações de falha na prática de *suitability*¹⁴⁴. A BSM entende como ponto pacífico, apoiando-se na jurisprudência da CVM¹⁴⁵, que as operações realizadas em balcão¹⁴⁶, muitas vezes objeto das solicitações, por não serem admitidas à intermediação de negociações realizadas em mercado de bolsa, não preenchem os requisitos mínimos do MRP¹⁴⁷.

¹⁴¹ Como exemplo desse padrão temos o MRP-0588/2021. Neste caso, o Reclamante alegou que teria sido induzido por seu AI (assessor de investimento) a preencher o questionário de *suitability* com respostas enviadas ele, e por isso teve seu perfil definido como “agressivo”. Contudo, a Auditoria da BSM, e posterior decisão da CVM, entendeu que estava claro nos registros apresentados no decorrer do processo que foi o próprio Reclamante quem pediu uma ajuda (“cola”) ao assessor de investimento, ainda que tal prática não possa ser considerada exemplar.

¹⁴² Nos 47 casos analisados a partir de 2019, os Termos de Ciência de Desenquadramento e Risco foram utilizados como principal base argumentativa em pelo menos 7 deles e nos 11 analisados até 2018, essa base argumentativa foi utilizada em 4 deles com Termos de Ciência de Risco e em 1 com o Termo de Desenquadramento.

¹⁴³ Em apenas 2 casos na coletânea de processos a partir de 2019 foi obtida a resposta em tela de que não havia dados para exibir, logo, eles não foram analisados. A decisão da BSM para um deles era pela improcedência e no outro foi celebrado um acordo MRP-0015/2020 e MRP-0175/2020, respectivamente.

¹⁴⁴ 7 dos 47 casos de alegação de inadequação investidor-produto analisados a partir de 2019, não foram aceitos (ou parte da acusação contida neles) pela BSM devido à falta de requisitos mínimos do MRP.

¹⁴⁵ MRP-0281/2022.

¹⁴⁶ Foi apurado que em pelo menos 3 dos 7 casos em que o MRP não atingiu seus requisitos mínimos, tratava-se de “opções flexíveis”.

¹⁴⁷ Art. 124, caput, da Resolução CVM 135.



Diante do exposto, é possível observar que as algumas alegações dos reclamantes encontram obstáculos para serem convertidas em provas materiais e, portanto, a BSM não encontra outra solução que não seja julgar improcedente o mérito. Além disso, pode-se observar que existe certo ruído na comunicação prévia entre o cliente e seu assessor.

Torna-se claro no decorrer das manifestações no processo, se analisado no sentido de que ambas as partes estão agindo de acordo com o princípio da boa-fé, que o investidor nem sempre entende a gravidade do que assina (Termos de Ciência de Desenquadramento e Risco e questionários de mapeamento de perfil) e suas possíveis consequências.

Em conclusão, pode-se sumarizar que uma análise qualitativa dos processos de MRP aponta que as principais fontes de fricção e ineficácia no processo de *suitability*, com base nesse conjunto de informações, encontram-se na classificação inadequada do perfil de risco do investidor, agravada pela atuação indutora de assessores de investimento. Verifica-se ainda que os “Termos de Ciência de Desenquadramento e Risco” exigidos pela norma brasileira¹⁴⁸ acabam servindo mais como uma ferramenta de proteção jurídica dos intermediários do que como uma ferramenta de orientação e educação aos investidores.

VI.1.4 – Dados oriundos da atividade de supervisão e sanção da ANBIMA

Em reuniões realizadas com CVM/ASA, a ANBIMA apresentou uma evolução de indicadores referentes ao processo de *suitability* ao longo do tempo.

A tabela a seguir apresenta os percentuais de apontamentos da supervisão referente a *suitability* realizado pela entidade autorreguladora de 2015 a 2022, divididos por tema principal.

¹⁴⁸ Art. 7º, inciso II, da RCVM 30 (CVM, 2021b).



Tabela 7: Indicador de eficácia nº 3 - Percentual de apontamentos referentes a supervisão de *suitability* da ANBIMA, por tema

Tipos de irregularidade	2015-2016	2017-2018	2019-2020	2021-2022
Ausência de formalizações (política)	67%	38%	3%	0%
Falha na aplicação do <i>suitability</i>	1%	38%	97%	59%
Falhas na metodologia	32%	24%	0%	41%

Fonte: ANBIMA

A primeira linha da tabela apresenta apontamentos relacionados à falta de formalização. Verifica-se, até mesmo em linha com a evolução regulatória, que tal tema não consiste mais em fonte de ineficácia.

A segunda linha aponta para falhas processuais de aplicação da metodologia de *suitability*, tema que ainda vem representando fonte de ineficácia. Por exemplo, nesse conjunto existem casos nos quais o produto recomendado ao cliente não está de acordo com a sua classificação de perfil de risco conforme a política de *suitability* da instituição, ou então casos nos quais não houve coleta de assinatura do Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco.

A terceira linha representa casos nos quais detectou-se deficiências metodológicas para as classificações de perfil de risco do cliente e de produto, tema ainda relevante¹⁴⁹. Entretanto, espera-se que com a adaptação dos

¹⁴⁹ A elevação de casos no biênio 2022-2023, mesmo num momento de maior maturidade regulatória e de supervisão autorreguladora, pode ser explicada por alterações no Código de Distribuição, o qual forneceu possibilidade dos intermediários escolherem adequar as recomendações aos clientes pela lógica de produtos isolados (mais simples, porém mais restritiva para o *suitability*) ou por carteira consolidada (mais complexa, porém menos restritiva no que toca o rol de produtos disponibilizados aos clientes). Verificou-se que as instituições de maior porte optaram por migrar para a metodologia de carteira e, num primeiro período de adaptação, houve um aumento das irregularidades detectadas, devido à maior complexidade de fixar e operar a nova metodologia.



intermediários às Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos da ANBIMA, em especial a padronização de classificações de produtos e possibilidade de escolha de limite de risco por produto ou por limite de risco por carteira ali proposta, haja uma redução substancial nesse tipo de ineficácia.

A tabela a seguir apresenta porcentagens de laudos de *suitability* com irregularidades nos perfis de risco, de acordo com áreas de *compliance* das instituições aderentes ao Código.

Tabela 8: Indicador de eficácia nº 4 - Percentagem de laudos de *suitability* com irregularidades nos perfis de risco, por tipo de irregularidade

Tipos de irregularidade	2015	2019	2022
Sem perfil mapeado	25%	12%	8%
Perfil desenquadrado	8%	6%	20%
Perfil desatualizado	5%	2%	2%
Perfil regular	62%	80%	70%

Fonte: ANBIMA

Em 2022, apenas 8% dos clientes que realizaram investimentos não tinham perfil mapeado. Tal nível pode ser considerado uma ineficácia de menor monta, pois grande parte desses clientes pode ter preenchido o Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco no momento de seus investimentos.

Entretanto, o desenquadramento de perfil ainda revela ser uma fonte relevante de ineficácia, com 20% do total de perfis em 2022. Espera-se uma acomodação desse número de perfis desenquadrados para um patamar inferior nos próximos anos, resultado da atividade de supervisão da autorregulação e em decorrência de adaptação das instituições às Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos.



Em complemento aos números acima, buscou-se analisar dados públicos da ANBIMA¹⁵⁰ acerca de irregularidades de *suitability* detectadas em sua supervisão e que resultaram em atuação de sanção em sua órbita. Foram analisados 36 documentos, entre 29 Termos de Compromisso, 6 Cartas de Recomendação e 1 Julgamento, referentes a processos instaurados entre 2019 e 2024. A classificação manual dos processos levou a 40 irregularidades encontradas.

Analisando as irregularidades que mais se repetem nos instrumentos de sanção, pode-se compor a seguinte tabela¹⁵¹:

Tabela 9: Indicador de eficácia nº 5 - Número de irregularidades referentes a *suitability*, por intermediários com registro ativo no cadastro da CVM, oriundas dos processos públicos de *enforcement* da autorregulação da ANBIMA, por ano de instauração do processo

Prática	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (ago)	Total
Falha na Metodologia de Classificação do Perfil de Risco dos Clientes		2	7	3		1	13
Falha na Classificação de Risco dos Produtos			5	2	1		8
Recomendação de produto para cliente em desconformidade com perfil ou desatualizado ou inexistente		2	2	2		1	7
Classificação de produtos diferente da recomendada pela ANBIMA			4	2		1	7
Realização de aplicações de clientes com perfil de <i>suitability</i> desatualizado ou desenquadrado	1		1	1			3

¹⁵⁰ Orientações e penalidades ANBIMA (ANBIMA, 2024b). Acesso em outubro de 2024.

¹⁵¹ É necessário esclarecer que os fatos descritos em ementa apontam os temas supervisionados que estão em suposta irregularidade. Contudo, a celebração de Termo de Compromisso não acarreta confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento da irregularidade da conduta analisada, e, ainda, suspende o processo em relação às partes até que as obrigações estabelecidas no Termo de Compromisso tenham sido cumpridas e evidenciadas, quando, então, o processo, será arquivado.



Prática	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (ago)	Total
Descumprimento do Código de Distribuição da ANBIMA				1		1	2
Total de irregularidades de <i>suitability</i>	1	4	17	13	1	4	40
Intermediários com registro ativo (base cadastral da CVM)	255	255	259	260	267	265	260 (média)
Irregularidades / cem intermediários	0,39	1,57	6,56	5,0	0,38	1,51	2,56 (média)

Fonte: ANBIMA e CVM¹⁵²

Observa-se um pico de ocorrências em 2021-22, correlacionado com o verificado nas ocorrências de processos no âmbito de MRP, para posterior queda.

Os motivos mais comuns encontrados para a assinatura de Termos de Compromisso foram falhas na metodologia de classificação do perfil de risco dos investidores, não aplicação das classificações de produtos previstas na metodologia recomendada pela ANBIMA e realização de operações de distribuição fora do perfil do cliente. As cartas de recomendação e julgamento tiveram como motivos/causas os mesmos elementos.

Em conclusão, os dados oriundos da ANBIMA analisados nesta seção apontam para uma melhoria recente nos indicadores de eficácia, com perspectiva de melhoria adicional na esteira da adaptação da indústria às novas Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos da ANBIMA. Entretanto, remanescem como fontes relevantes de ineficácia as etapas processuais de classificação do perfil de risco dos investidores e a consequente recomendação de produtos inadequados aos perfis de risco mapeados.

¹⁵² Orientações e penalidades - ANBIMA (ANBIMA, 2024b). Acesso em outubro de 2024.



VI.2 – Dados obtidos via regulador

VI.2.1 - Processos administrativos abertos na CVM/SMI referentes a *suitability*, por número de intermediários com registro ativo na CVM

A Gerência de Análise de Negócios (GMN), da Superintendência de Relações com o Mercado de Intermediários (SMI), é responsável por supervisionar e fiscalizar as regras, procedimentos e controles internos aplicados pelos intermediários habilitados a atuar em mercados organizados, que realizem a recomendação de produtos, execução de operações e prestação de serviços aos investidores.

Em seu turno, a supervisão da atuação dos Assessores de Investimento é atribuição da Gerência de Estrutura de Mercado e Sistemas Eletrônicos (GME), na mesma Superintendência, encontrando-se estas duas equipes responsabilizadas pela fiscalização da conduta acerca de *suitability* dos referidos participantes.

Com isto exposto, mostra-se na tabela a seguir que a análise dos 89 processos abertos na SMI de 2019 a 2023 referentes a irregularidades nos procedimentos de *suitability* mostrou a seguinte evolução:



Tabela 10: Indicador de Eficácia nº 6 - Processos administrativos abertos na CVM/SMI referentes a *suitability*, por número de intermediários com registro ativo na CVM

	2019	2020	2021	2022	2023	2019-23
GMN – Operações fora do perfil	4	4	7	4	1	20
GMN - Produto fora do perfil	3	4	7	5	1	20
GMN – Perfil ausente, desatualizado, ou sem Termo de Ciência de desenquadramento	2	-	5	3	1	11
GMN – Proposta/Consulta	-	1	1	1	2	5
GMN – SBR	-	4	-	4	1	9
GMN – outros	-	2	1	2	-	5
Subtotal GMN	9	15	21	19	6	70
GME - Oferta incompatível com perfil	-	1	-	4	4	9
GME - Produto inadequado e apresentação tendenciosa	-	-	1	1	1	3
GME - Assessor teria induzido investidor a alterar perfil	1	1	1	2	2	7
Subtotal GME	1	2	2	7	7	19
TOTAL SMI	10	17	23	26	13	89
Intermediários com registro ativo (base cadastral da CVM)	255	255	259	260	267	259 (média)
Indicador de Eficácia 6 – Processos SMI por cem Intermediários	3,9	6,7	8,9	10	4,9	6,9 (média)

Fonte: SMI/CVM



Pode-se considerar o número de intermediários como um denominador interessante para o indicador, independentemente do número de assessores de investimento, por duas razões: (i) o número de assessores com registro ativo vem crescendo muito rapidamente¹⁵³, o que poderia distorcer o indicador, levando em conta o item a seguir; (ii) os assessores de investimento são prepostos dos intermediários, devendo os últimos possuir políticas e controles que monitorem a atuação dos primeiros, sendo que nesse sentido, os processos se referem, em última instância, aos intermediários.

Destaca-se, assim como no caso do número de reclamações em âmbito de MRP, que houve um pico em 2021 e 2022 e uma queda posterior recente. Contudo, o valor referente a 2023 permaneceu acima do valor inicial da série em 2019, o que nos leva a crer que não houve evolução na eficácia, sob este aspecto isoladamente.

Como uma ressalva geral, deve-se argumentar que o número de processos abertos possui limitadores do lado do regulador, que carece de recursos para uma atuação espontânea mais robusta, ficando mais dependente de atuação sob demanda, pautada nos parâmetros da supervisão baseada em risco de rotina e em reclamações de investidores, estas analisadas na seção seguinte.

Também podemos ressaltar que a influência dos assessores sobre o preenchimento do questionário de mapeamento de perfil de risco dos investidores foi novamente notada quando abrimos a descrição temática dos processos na GME/SMI.

Além disso, é possível acrescentar que no mesmo período foram emitidos 15 Ofícios de Alerta relativos a 48 infrações a artigos da RCVM 30, sendo que as infrações mais frequentes foram: (i) falha no cumprimento do dever de abster-se

¹⁵³ Segundo o Boletim Econômico do 3º Tri 2024 divulgado pela CVM (**CVM/ASA, 2024**), pág. 6, o número de assessores de investimento cresceu de 10.798 em 2019 para 27.411 em setembro de 2024 (aumento de 154%).



de recomendar produtos que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente¹⁵⁴; (ii) falha em proceder a nova análise de perfil em menos de 24 meses¹⁵⁵; (iii) falha em obter declaração expressa do cliente de que está ciente da ausência, desatualização ou inadequação de seu perfil¹⁵⁶.

Pode-se concluir, portanto, que a interação entre assessores e investidores, em especial no mapeamento do perfil de risco do investidor, bem como na oferta de produtos inadequada ao perfil, ainda consiste em foco de ineficácia recente de processo, em linha com a análise qualitativa dos dados do MRP.

VI.2.2 – Reclamações de investidores referentes a *suitability* na CVM/SOI

No processo interno da CVM, é a Superintendência de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis (SOI) a responsável pela recepção e triagem inicial de reclamações de investidores. Uma reclamação pode ou não resultar em processos administrativos internos (a depender de análise de mérito da equipe técnica), processos os quais, por sua vez, podem obter natureza sancionadora contra um regulado ou pessoa natural responsabilizável.

Desde julho de 2023 a SOI pratica uma classificação padronizada das reclamações, a qual inclui o rótulo expresso *suitability*. As reclamações pertinentes são encaminhadas à GMN ou à GME, para a última no caso de abordarem assessores de investimento. Esse conjunto de reclamações pode ser alvo de análise sem maiores custos administrativos.

Com respeito ao período anterior, as reclamações encontram-se agrupadas apenas por tipo de participante reclamado, tornando custosa uma análise

¹⁵⁴ Art. 3º, § 5º, da RCVM 30.

¹⁵⁵ Art. 9º, II, da RCVM 30.

¹⁵⁶ Art. 7º, I, da RCVM 30.



manual que evidenciasse a presença do tópico *suitability* nas mesmas, impossibilitando sua inclusão neste estudo.

Foi realizada uma análise das reclamações de investidores coletadas pela CVM (SOI) após julho de 2023. Ao todo foram examinados 120 (cento e vinte) relatos, entre eles, perguntas, pedidos de orientações e acusações de comportamento impróprio por parte de instituições financeiras reguladas e/ou assessores de investimento. O resumo é apresentado na tabela abaixo.

Tabela 11 – Nº de reclamações de *suitability* recebidas na SOI/CVM por tipo (julho de 2023 e setembro de 2024)

Prática	Nº
Reclamou, mas a operação estava dentro do perfil.	22
Não foi orientado sobre os riscos, segundo o cliente.	16
Recomendação de produto inadequado ao perfil do cliente, segundo o cliente.	11
Mudança de perfil (manipulação do assessor na ocasião do preenchimento do questionário, segundo o cliente)	6
Recomendação de produto inadequado ao perfil do cliente.	4
Reclamou, mas era Investidor Qualificado	4
Reclamou, mas tinha Assinatura de Termo de Ciência de Risco.	3
Instauração de Processo	3
Total	120

Fonte: SOI (consulta em outubro de 2024)

O produto que motivou mais reclamações foi o COE (certificado de operações estruturadas), sendo que a principal constatação da área técnica foi a de que os reclamantes não compreenderam plenamente a estrutura do produto investido.

Outra observação que pode ser feita diante das reclamações é a confusão que muitos investidores fazem sobre o papel do intermediário, imaginando ter a seu



dispor serviços associados ao trabalho de consultores de valores mobiliários, e não de assessoria de investimentos e intermediação. Em 14% das reclamações analisadas nota-se que o investidor esperava um conselho acerca da adequação do investimento, e não uma mera apresentação técnica das características de uma oportunidade de investimento.

Novamente, a interferência da área comercial sobre o mapeamento do perfil de risco do investidor foi citada. Além disso, o número de operações reclamadas que estavam dentro do perfil de risco do cliente nos faz questionar a confiabilidade, a eficácia e assertividade dos questionários para definição do perfil do investidor.

Por fim, julga-se que a série histórica ainda é curta para conclusões mais incisivas ou construção de indicadores, para os propósitos desta ARR.

VI.2.3 – Análise Qualitativa - Completude e adequação formal dos questionários aplicados pelos intermediários para classificação do perfil de risco do investidor

Com a finalidade de verificar a completude e adequação formal dos questionários aplicados pelos intermediários para classificação do perfil de risco do investidor, foram encaminhados Ofícios a uma amostra de participantes, solicitando suas políticas de *suitability* vigentes e os questionários de mapeamento de perfil de risco do investidor correspondentes¹⁵⁷.

A função do questionário consiste em operacionalizar a classificação do perfil de risco do investidor, servindo como ferramenta para redução de assimetrias

¹⁵⁷ A amostra de 24 instituições foi selecionada entre bancos, corretoras e distribuidoras de diferentes portes.



informacionais e decorrentes desentendimentos entre as partes em caso de prejuízos inesperados.

A tabulação dos dados dos questionários foi aqui anonimizada, para proteção do sigilo comercial dos intermediários respondentes. Importante também mencionar que neste estudo foram analisados apenas questionários destinados a clientes de varejo e pessoas naturais.

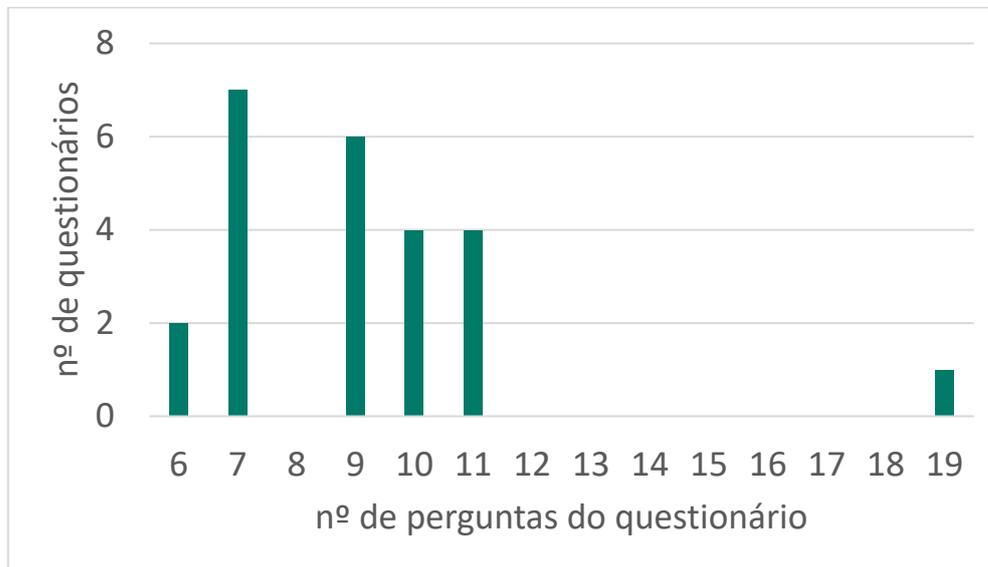
A metodologia aplicada na análise desses documentos contou, primeiramente, com o exame objetivo dos questionários, abarcando uma observação de elementos como a quantidade de perguntas, sua extensão e os temas abordados. Após, foi feita a análise qualitativa dessas perguntas para verificar *compliance* com a Resolução CVM 30. Foram investigadas, em complemento, características qualitativas como o nível de profundidade das perguntas e diferenças e similaridades entre os questionários.

Observou-se que os 24 questionários solicitados continham um mínimo de 6 (seis) e um máximo de 19 (dezenove) perguntas, com 21 deles (88% da amostra) contendo entre 7 (sete) e 11 (onze) perguntas. A mediana dos questionários continha 9 perguntas, próximo ao valor da média (9,1). Seja observado que a média e a mediana coincidem com o número de itens requeridos pela norma.

O seguinte histograma ilustra os pontos acima, mostrando a quantidade de questionários e seu correspondente número de perguntas, variando de 6 a 19.



Gráfico 2: Histograma - número de questionários com “n” perguntas



Fonte: CVM, com base em dados dos intermediários

A fim de estabelecer uma base para a análise dos questionários, optou-se por verificar se eles abrangem os requisitos mínimos presentes no art. 3º da RCVM 30¹⁵⁸. Os requisitos se dividem em 3 categorias, que versam sobre os **objetivos** do cliente, sua **situação financeira** e seu **conhecimento e familiaridade** com investimentos. Cada categoria contém 3 itens analíticos exigidos, num total de 9 combinações¹⁵⁹.

¹⁵⁸ A Resolução CVM 30 (**CVM, 2021b**) dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

¹⁵⁹ Itens elencados no art. 3º da Resolução CVM 30:

I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente;

I.I – o período em que o cliente deseja manter o investimento;

I.II – as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos; e

I.III – as finalidades do investimento.

II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação

II.I – o valor das receitas regulares declaradas pelo cliente;

II.II – o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; e

II.III – a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente.

III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação

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

III.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.III – a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente.



De acordo com essa classificação foi possível constatar poucos elementos determinados por norma e ainda sim ausentes. Os questionamentos sobre os objetivos do cliente, mais especificamente sobre a finalidade do investimento, bem como os produtos com os quais o cliente já possui familiaridade, estiveram presentes em todos os questionários analisados.

A análise revelou que parte das informações requeridas foi suprida por dados do cadastro disposto pela Resolução CVM 50 no processo de “*conheça seu cliente*” (*know your client* – KYC) e, portanto, não foram verificadas no conteúdo dos questionários. A respeito disso, as informações relacionadas à situação financeira do cliente, como receitas regulares (item II.I, do art. 3º, da RCVM 30) e ativos (item II.II) foram as principais.

Na tabela a seguir, as colunas representam os itens requeridos no questionário segundo a RCVM 30, artigo 3º, para fins de classificação do perfil de risco do investidor. As células contêm o número de questões que abordam cada item requerido, e a sigla “CAD” indica que o dado é buscado no cadastro obrigatório do cliente para fins de PLD/FT.¹⁶⁰.

¹⁶⁰ Resolução CVM 50 (CVM, 2021c).



Tabela 12: Amostra de questionários em uso e análise qualitativa do seu cumprimento dos requisitos normativos

#	Nº de perguntas	I.I	I.II	I.III	II.I	II.II	II.III	III.I	III.II	III.III
1	19	2	5	1	1	2	1	2	3	2
2	11	2	1	1	1	2	1	1	1	1
3	11	1	2	2	1	1	1	1	1	1
4	11	1	1	1	2	1	1	2	1	1
5	11	1	1	1	1	1	1	3	1	1
6	10	1	3	1	CAD	2	1	1	1	1
7	10	1	1	1	2	1	1	1	1	1
8	10	1	1	1	2	1	0	2	1	1
9	10	1	1	1	1	2	1	1	1	1
10	9	1	1	1	1	1	1	1	1	1
11	9	1	1	1	1	1	1	1	1	1
12	9	1	0	1	CAD	1	1	3	1	1
13	9	1	2	1	CAD	1	1	1	1	1
14	9	1	1	1	1	1	1	1	1	1
15	9	1	1	1	1	1	1	1	1	1
16	7	1	1	1	CAD	1	1	1	1	1
17	7	1	1	1	CAD	0	1	1	1	1
18	7	1	1	1	1	0	1	1	1	1
19	7	1	1	1	1	1	1	1	1	1
20	7	0	1	1	1	1	1	1	1	1
21	7	1	1	1	1	1	0	1	1	1
22	7	0	1	1	CAD	1	1	1	1	1
23	6	1	1	1	CAD	CAD	1	1	1	CAD
24	6	1	1	1	CAD	1	1	1	CAD	CAD

Fonte: Pesquisa entre intermediários

Na inspeção dos questionários selecionados foi possível observar que alguns têm postura mais analítica, enquanto outros são mais curtos e se dedicam apenas a cumprir o conteúdo definido como essencial pela norma. É possível notar que enquanto alguns questionários propõem perguntas bem específicas, outros abordam os temas exigidos pela CVM de forma mais genérica. Constatou-se que, de modo geral, as exigências dispostas na RCVM 30 são atendidas.



O item que se mostrou menos investigado foi o II.III - necessidade futura de recursos pelo cliente¹⁶¹. Em 2 (dois) dos 24 (vinte e quatro) questionários não foi perguntado sobre a necessidade futura de recursos pelo cliente. A percepção do investidor acerca de sua necessidade de liquidez não pode ser inferida dos dados cadastrais, nem do período que ele pretende/deseja manter o investimento. É válido ressaltar que a intenção de manter investimento por determinado período e uma possível necessidade de liquidez num prazo menor consistem em dois conceitos diferentes¹⁶².

A pergunta mais ligada às finanças comportamentais é a que busca determinar a “aversão a risco” do cliente (pergunta I.II da lista acima), a qual não está explícita em 2 questionários da amostra. Entretanto, nesses dois questionários, é na pergunta sobre "o principal objetivo ao investir" que é avaliada a propensão a assunção de risco, junto com o questionamento sobre a finalidade pretendida do investimento¹⁶³. Ou seja, não há muitas evidências de que os intermediários buscam mapear os vieses comportamentais dos investidores.

É importante observar também que 9 questionários dos 24 não perguntam as receitas regulares do investidor, e que 3 questionários não perguntam o valor dos ativos que integram a carteira do cliente, sendo que tais informações vem do processo cadastral (RCVM 50). Tal dependência de processo correlato pode ensejar ineficácia processual.

Apenas um questionário apresentou muito mais perguntas (19) do que as minimamente necessárias para cobrir os 9 itens requisitados na norma. As

¹⁶¹ Em alguns questionários não foi explorada claramente a diferença entre o tempo que o investidor deseja manter seu investimento e a necessidade futura de recursos pelo cliente. Essa falta de clareza foi encontrada em pelo menos 4 dos 24 questionários.

¹⁶² 3 APIs das 24 analisadas não foram específicas em avaliar a necessidade de liquidez, mas apenas o período objetivado pelo cliente.

¹⁶³ Exemplo: Pergunta: Qual seu principal objetivo ao investir? Respostas: (a) Poupar. Prefiro aplicar em investimentos de baixo risco, visando o longo prazo; (b) Equilibrar. Tenho disposição para expor meus investimentos a um risco moderado; e (c) Arriscar. Aceito maior risco, mesmo que ocorram grandes oscilações na minha carteira.



evidências apontam que os intermediários não aproveitam os questionários para segmentação comercial dos clientes ou promover melhor experiência do usuário, mas visam basicamente cumprir obrigações regulatórias, o que pode ser um efeito colateral indesejado do caráter prescritivo das análises mínimas exigidas.

Quanto às políticas de *suitability* elaboradas por cada uma das instituições, foi possível verificar que elas seguem a RCVN 30, com as diretrizes estabelecidas pela ANBIMA¹⁶⁴ e pelo Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional (PQO) da B3¹⁶⁵.

Como regra geral, as políticas não diferem muito entre si, descrevendo as classificações de perfil do investidor de forma aproximada. Todas parecem possuir conteúdo similar, em linguagem simples e explicativa, dividindo-se em: (i) objetivo; (ii) classificação do investidor e; (iii) produtos e exceções.

Conclui-se, enfim, através da análise qualitativa, que os questionários e as políticas de *suitability* se encontram bem próximos à adequação formal em relação a norma. Entretanto, isso não garante que eles estejam fornecendo eficácia regulatória ao maior nível possível.

Conforme veremos na seção seguinte, a pesquisa realizada entre investidores mostra evidências de que é majoritariamente negativa a sua percepção quanto ao processo de *suitability* e sua utilidade na tomada de decisão de investimento.

¹⁶⁴ Capítulo IV – *Suitability* de “Regras e procedimentos de distribuição de produtos de investimento” (ANBIMA, 2024a), divulgado pela ANBIMA, acessado em setembro de 2024.

¹⁶⁵ Capítulo II do Programa de Qualificação Operacional (PQO) da B3 (B3 - BRASIL, BOLSA BALCÃO, 2019), vigente desde 11/4/2024, acessado em setembro de 2024.



VI.2.4 – Análise Quantitativa e Qualitativa - Dados de pesquisa temática junto aos investidores

Os questionários, as políticas e os processos dos incumbentes podem cumprir formalmente os requisitos da regulação e, ao mesmo tempo, não serem eficazes para auxiliar os investidores e mitigar os problemas regulatórios, com possível reflexo em insatisfação do cliente.

Sendo assim, com o objetivo de avaliar a percepção subjetiva dos investidores, foi realizada uma pesquisa temática com o objetivo de gerar indicadores *proxy* de satisfação dos investidores com o processo de *suitability*.

Dentre outros pontos, buscou-se aferir a percepção subjetiva dos respondentes acerca da adequação dos produtos financeiros aos quais têm acesso cotidianamente, da relevância da atuação dos assessores e intermediários com os quais se relacionam, da importância atribuída aos perfis de risco mapeados junto aos intermediários para a tomada de decisão de investimento.

Para tanto, foi elaborada a pesquisa eletrônica (virtual e remota), apresentada no Anexo A deste trabalho, divulgada nos canais da CVM nas redes sociais e encaminhada para investidores de todos os tipos, partindo também de cadastro histórico acumulado de respondentes de pesquisas¹⁶⁶.

É imprescindível alertar que não foi possível evitar um viés de seleção, conforme será detalhado adiante, visto que a amostra dos 2.815 respondentes voluntários não necessariamente reflete determinadas características do universo dos investidores cadastrados no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Ademais, trata-se de uma amostra de investidores cuja maioria (pelo menos 93%) já teve alguma interação com a CVM anteriormente, portando, um público

¹⁶⁶ A pesquisa foi anônima, com possibilidade de identificação voluntária, sabendo que os dados identificados foram totalmente anonimizados antes de qualquer divulgação, em respeito à Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD).



mais experiente no trato com o regulador e, minimamente, questionador. Caso a amostra tivesse sido selecionada de forma aleatória e direcionada para refletir o universo de investidores, os resultados poderiam apontar para outras evidências e conclusões. A pesquisa ainda contou com 774 considerações discursivas dos respondentes.

A seguir, são apresentadas as respostas consolidadas, bem como uma breve descrição dos resultados, comparando a amostra com dados do universo de investidores do mercado de bolsa brasileiro, onde possível.

Quadro 1: Resultados da pergunta “1” da pesquisa: “Qual é seu gênero?”

Masculino	Feminino	Outro
85,4%	14,3%	0,32%

Fonte: Dados da pesquisa

Em comparação, dados da B3 apontam que cerca de 85% dos investidores na bolsa brasileira foram identificados como do sexo masculino e 14% do sexo feminino¹⁶⁷. Um teste estatístico (qui-quadrado) confirmou que a amostra é representativa do universo de investidores na B3 a um nível de significância de 5%.

Quadro 2: Resultados da pergunta “2” da pesquisa: “Você mora em qual região do país?”

Sudeste	Sul	Centro-Oeste	Nordeste	Norte	Resido fora do Brasil
62,6%	17,3%	8,5%	8,2%	2,0%	0,9%

Fonte: Dados da pesquisa

¹⁶⁷ Caderno “Pessoas Físicas – Uma análise da evolução dos investidores na B3” (B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A., 2024), de junho de 2024.



O universo de investidores cadastrados na B3 é geograficamente menos concentrado no Sudeste, com apenas 58% de investidores pessoa física, e 13% na região Nordeste¹⁶⁸. O teste estatístico (qui-quadrado) apontou que a amostra se desvia da distribuição dos investidores na B3 com significância estatística.

Quadro 3: Resultados da pergunta “3” da pesquisa: “Qual é a sua faixa etária?”

25 anos ou menos	26 a 35 anos	36 a 45 anos	46 a 55 anos	56 anos ou mais
2,1%	15,3%	33,1%	23,0%	26,3%

Fonte: Dados da pesquisa

O universo de investidores pessoa física cadastrados na B3, em junho de 2024, engloba um percentual de 66% de investidores com menos de 39 anos e 7% com 60 anos ou mais¹⁶⁹, apontando uma não aderência da amostra com o universo de investidores.

Quadro 4: Resultados da pergunta “4” da pesquisa: “Qual é o seu nível de escolaridade?”

Ensino Fundamental (1º grau)	Ensino Médio (2º grau)	Ensino Superior	Mestrado	Doutorado
0,2%	7,1%	69,5%	19,2%	3,8%

Fonte: Dados da pesquisa

¹⁶⁸ Caderno Pessoas Físicas (B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A., 2024), pág. 20 de 56.

¹⁶⁹ Caderno Pessoas Físicas (B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A., 2024), pág. 21 de 56.



A amostra tem 93% de respondentes com ao menos ensino superior, muito acima da parcela de 44%% de investidores pessoa física cadastrados na B3 com ensino superior completo ou mais¹⁷⁰.

Quadro 5: Resultados da pergunta “5” da pesquisa: “Aproximadamente, qual é o percentual da sua renda que você poupa, em média, por mês?”

Não tenho o hábito de poupar	Menos de 10%	De 10% a 20%	De 20% a 30%	De 30% a 40%	Mais de 40%
4,6%	22,6%	35,3%	17,9%	9,0%	10,5%

Fonte: Dados da pesquisa

No que se refere ao percentual de renda poupada, metade da amostra afirmou poupar de 10 a 20% da renda disponível ou menos. Segundo dados do Banco Mundial¹⁷¹, o nível de poupança doméstica bruta brasileira¹⁷² é de 18,5% do PIB em 2023, não distantes da mediana da amostra.

Quadro 6: Resultados da pergunta “6” da pesquisa: “Há quanto tempo você investe em produtos financeiros?”

Não sei dizer	Até 2 anos	De 2 a 5 anos	De 5 a 10 anos	Mais de 10 anos
3,4%	3,7%	16,7%	25,2%	50,8%

Fonte: Dados da pesquisa

O perfil dos respondentes mostra uma amostra experiente, na qual 50% possuem mais de 10 anos de experiência com investimentos e 24% investem há

¹⁷⁰ Na pág. 13 de 70 do estudo da B3, “O Brasil que investe”, que está disponível para ser baixado na página web “Perfil Pessoa Física – B3” (**B3 - BRASIL, BOLSA BALCÃO, 2024**), acesso em setembro de 2024.

¹⁷¹ Dados do Banco Mundial, “Poupança Interna Bruta (% do PIB) – Brasil” (**BANCO MUNDIAL, 2024**), acesso em setembro de 2024.

¹⁷² Média ponderada da Poupança Interna Bruta (% do PIB) – Brasil” (**BANCO MUNDIAL, 2024**), acesso em setembro de 2024.



5 anos ou menos. Com base no mesmo estudo da B3 acerca da evolução de investidores, houve um crescimento acelerado de cerca de 600% do número de CPFs distintos cadastrados entre 2018 (700 mil) e 2024 (5,1 milhões). Com essa entrada de 4,4 milhões de novos CPFs no cadastro da B3, poder-se-ia esperar uma participação maior de investidores com menos de 5 anos de investimento no universo dos investidores na B3.

Quadro 7: Resultados da pergunta “7” da pesquisa: “Você possui conta ativa em mais de uma corretora de valores mobiliários?”

Sim	Não
71,6%	28,4%

Fonte: Dados da pesquisa

Segundo os dados do levantamento da B3, em 2024 existem 5,9 milhões de contas de investidores em corretoras, e 5,1 milhões de CPFs distintos¹⁷³. Essa diferença de cerca de 16%, ou 800 mil contas, é uma estimativa do número de contas abertas em mais de uma corretora. A amostra de respondentes com mais de uma conta tem um número (72%) bem acima do que os 16% estimados do universo de investidores da B3.

Ou seja, em resumo, podemos dizer que a amostra da pesquisa diverge com dados públicos acerca do universo de investidores da seguinte maneira: geografia (mais concentrada no Sudeste), idade (mais velha), experiência (mais experiente) e com maior prevalência de investidores com conta aberta em mais de um intermediário. Ademais, trata-se de uma amostra de investidores que já tiveram alguma interação com a CVM anteriormente.

¹⁷³ Caderno “Pessoas Físicas – Uma análise da evolução dos investidores na B3” (B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A., 2024), de junho de 2024. Na página 13 de 56 é apresentada uma posição das pessoas físicas na B3 em dois conceitos distintos: (i) número de contas abertas nos intermediários (5,9 milhões); e (ii) número de CPFs distintos (5,1 milhões). A diferença (800 mil ou 16%) pode ser tomada como uma estimativa de contas de mesmo CPF de outra conta, e é um limite superior para o número de investidores com conta aberta em mais de um intermediário.



Quadro 8: Resultados da pergunta “8” da pesquisa: “O quão útil é para você conhecer o seu perfil de investidor antes de tomar uma decisão de investimento?”

Extremamente útil	Muito útil	Moderadamente útil	Pouco útil	Nada útil	Indiferente	Não tenho opinião
14,92%	19,36%	19,46%	19,64%	18,15%	6,71%	1,74%

Fonte: Dados da pesquisa

Avançando para questões mais específicas à percepção do investidor quanto a utilidade do processo de *suitability*, constata-se que, numa escala de 5 gradações, 44% são “indiferentes” ou julgam “pouco” ou “nada útil” o conhecimento prévio de seu perfil de investidor anteriormente ao investimento, enquanto 54% julgam “moderadamente útil”, “muito útil” ou “extremamente útil”. Resulta aqui um perfil equilibrado, com viés levemente positivo, da utilidade do conhecimento de seu perfil de risco, na percepção do investidor.

Quadro 9: Resultados da pergunta “9” da pesquisa: “Como você avalia, em termos de complexidade de preenchimento, o processo de verificação, feito pela sua corretora, para classificar o seu perfil de investidor?”

Muito fácil	Fácil	Moderadamente fácil	Complexo	Muito complexo	Não me lembro
18,65%	54,49%	15,13%	4,78%	2,95%	4,01%

Fonte: Dados da pesquisa

Cerca de 88% dos respondentes consideram “moderadamente fácil”, “fácil” ou “muito fácil” a complexidade do processo de verificação do perfil de investidor feito pela corretora, ao passo que apenas 8% dos respondentes o classificaram como “complexo” ou “muito complexo”.

É possível argumentar que um questionário de maior complexidade convidaria a uma maior reflexão por parte dos intermediários e dos investidores acerca do real perfil de risco sendo mapeado no processo de *suitability*. No entanto, uma



maior complexidade do questionário poderia desincentivar seu preenchimento por novos investidores, podendo ir contra o desenvolvimento do mercado.

Quadro 10: Resultados da pergunta “10” da pesquisa: “Como você avalia, em termos de utilidade para a sua tomada de decisão de investimento, o processo de verificação, feito pela sua corretora, para classificar o seu perfil de investidor?”

Extremamente útil	Muito útil	Moderadamente útil	Pouco útil	Nada útil	Indiferente	Não tenho opinião
4,19%	13,11%	22,70%	27,35%	25,18%	4,83%	2,63%

Fonte: Dados da pesquisa

Quanto à percepção da amostra de respondentes, 52% dos respondentes consideram “pouco ou nada útil” o processo de verificação e mapeamento de perfil de risco, enquanto apenas 40% consideram “moderadamente útil”, “muito útil” ou “extremamente útil”. Mais uma vez resulta um viés negativo, desta vez mais intenso, na percepção dos respondentes acerca da utilidade, antes da tomada de decisão de investimento, do processo de classificação de perfil de risco executado pelo intermediário.

Alguns respondentes comentaram na área livre da pesquisa que os questionários podem ser facilmente burlados e respondidos de forma intencional para classificar o perfil desejado do investidor, e não o que de fato reflete a sua realidade, liberando acesso a produtos de maior risco.

A baixa utilidade percebida do mecanismo de classificação de perfil de risco como auxílio na tomada de decisão de investimentos indica que o investidor mediano crê numa baixa eficácia do processo de *suitability* para sua própria proteção. O procedimento de *suitability* e a necessária resposta ao questionário do intermediário são percebidos mais como um encargo do que como uma ferramenta de proteção.



Quadro 11: Resultados da pergunta “11” da pesquisa: “Com que frequência você leva em consideração a classificação do seu perfil de investidor, feita pela sua corretora, no momento de tomar uma decisão de investimento?”

Sempre	Frequentemente	Ocasionalmente	Raramente	Nunca
3,69%	11,40%	19,50%	23,60%	41,80%

Fonte: Dados da pesquisa

Em linha com a resposta anterior, cerca de 65% dos respondentes “nunca” ou “raramente” levam em consideração a classificação do perfil de investidor na tomada de decisão de investimento, enquanto apenas 35% a consideram “ocasionalmente”, “frequentemente” ou “sempre”. Tal fato reforça a forte percepção negativa acerca da relevância do conhecimento do perfil de risco antes da decisão de investimento. Do ponto de vista dos investidores, através dos comentários abertos foi possível identificar reclamações sobre a falta de padronização do questionário entre corretoras.

Quadro 12: Resultados da pergunta “12” da pesquisa: “Com que frequência, as ofertas ou propagandas de produtos financeiros feitas pela sua corretora costumam influenciar o seu processo de escolha de investimento?”

Sempre	Frequentemente	Ocasionalmente	Raramente	Nunca	Não considero
1,24%	6,50%	23,10%	36,90%	28,80%	3,48%

Fonte: Dados da pesquisa



No que tange a influência de estímulos comerciais dos intermediários, enquanto 69% dos respondentes “não consideram”, “raramente” ou “nunca” são influenciados pelas ofertas e propagandas dos intermediários, apenas 31% se deixam influenciar “ocasionalmente”, “frequentemente” ou “sempre”.

Quadro 13: Resultados da pergunta 13” da pesquisa: “Com que frequência você usa algum tipo de assessoria quando vai investir?”

Sempre	Frequentemente	Ocasionalmente	Raramente	Nunca
6,15%	11,90%	19,60%	30,00%	32,40%

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com a amostra, 62% dos respondentes afirmaram “Nunca” ou “Raramente” utilizar a assessoria para decisões de investimento, enquanto apenas 38% dos respondentes utilizam “ocasionalmente”, “frequentemente” ou “sempre”. Isso pode ser reflexo de uma amostra mais experiente, mas indica um perfil de maior independência dos investidores na hora de decidir acerca de seus investimentos, em linha com os resultados de uma pesquisa de 2021 da CVM¹⁷⁴.

Quadro 14: Resultados da pergunta “14” da pesquisa: “Algum assessor de investimento ou profissional vinculado a sua corretora já preencheu ou direcionou suas respostas no processo de verificação do seu perfil de investidor?”

Sim	Não
12%	88%

Fonte: Dados da pesquisa

¹⁷⁴ Ver capítulos 5.1.2 e 5.2.2 – Análise comportamental e psicográfica em Investidores no mercado de capitais brasileiro - Uma análise dos critérios regulatórios para investimento em valores mobiliários (CVM/ASA, 2021)



Ao menos 12% dos respondentes reportaram já ter sofrido alguma influência de assessor ou profissional vinculado ao intermediário para preenchimento ou alteração do perfil de risco. Tal prática, ainda que não predominante, encontra eco na análise anterior de casos de MRP, consistindo em violações de procedimento que podem gerar consequências danosas aos investidores.

Nesse contexto, nos comentários de respondentes da pesquisa houve menções a recomendações de influenciadores nas mídias sociais para auxiliar o investidor a preencher o questionário, com potencial de vieses oriundos dessas recomendações.

Quadro 15: Resultados da pergunta “15” da pesquisa: “Em uma escala de 1 a 10, onde 1 (um) é a pior nota e 10 (dez) a melhor, quão decisiva é para você a assessoria prestada pela sua corretora no processo de tomada de decisão dos seus investimentos?”

Amostra	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Geral	29,5%	9,2%	9,0%	5,0%	12,4%	7,0%	8,1%	8,5%	3,9%	7,3%
base CVM/SOI	30,9%	9,4%	9,4%	5,0%	12,8%	6,8%	8,0%	7,9%	3,7%	6,2%
Demais meios	19,7%	8,1%	6,1%	5,3%	10,0%	8,9%	9,2%	12,2%	5,3%	15,3%

Fonte: Dados da pesquisa

Uma forma de analisar o quadro acima é através do *Net Promoter Score*¹⁷⁵ (NPS), que consiste numa métrica para calcular o nível de satisfação dos clientes separados por detratores (notas baixas), neutros (nota neutra) e promotores (notas altas). A pontuação estabelecida (notas de 1 a 10) mostra um panorama geral sobre como os investidores avaliam aspectos como a experiência com a assessoria e a qualidade do auxílio de produtos oferecidos para a tomada de decisão de investimento. A seguir é mostrada a ordem de classificação utilizada:

¹⁷⁵ Reichheld F. The one number you need to grow. Harv Bus Rev. 2003 Dec;81(12):46-54, 124. (REICHHELD, 2003)

**Quadro 16: Zonas de classificação da metodologia NPS**

NPS	Zonas de Classificação do NPS
Entre 76 e 100	Zona de Excelência
Entre 51 e 75	Zona de Qualidade
Entre 1 e 50	Zona de Aperfeiçoamento
Entre -100 e 0	Zona Crítica

Fonte: Adaptado de (REICHHELD, 2003).

Nesse caso, a Zona Crítica é onde há presença de mais detratores do que promotores. Em relação à Zona de Aperfeiçoamento, consta uma similaridade entre promotores e detratores. Na Zona de Qualidade há mais promotores do que detratores, porém ainda com nível de alerta. A Zona de Excelência representa uma categoria de destaque e referência.

Com base nos resultados acima, resulta um NPS na Zona Crítica, conforme apresentado no quadro abaixo.

Quadro 17: Resultados do NPS na avaliação do Quadro 15

Resultados	Detalhamento	Quantidade	Percentual	NPS	Classificação da Pesquisa
Promotores	Notas de 9 a 10	315	11,19%	- 61	Zona Crítica
Neutros	Notas de 7 a 8	468	16,63%		
Detratores	Notas de 1 a 6	2032	72,18%		

Fonte: Dados da Pesquisa



Tais constatações, indo ao encontro da informação de uma amostra predominante experiente no mundo dos investimentos, podem suscitar ao menos duas interpretações: i) a 11 de necessidade de proteção contra riscos associados a conflitos de interesse da assessoria pode possuir um peso menor do que o imaginado, a despeito de seu impacto potencial; ii) a satisfação do investidor com a assessoria do intermediário e com a figura do assessor dentro do processo de investimento tem percepção fortemente negativa¹⁷⁶ justamente devido a percepção de conflitos de interesse não devidamente mitigados¹⁷⁷.

A seguir, encontra-se disponível a evolução da distribuição das avaliações da pergunta 15, utilizadas para o NPS ao longo do período da pesquisa, a fim de retirar dúvidas acerca de alguma possível irregularidade no fluxo de respostas. Verifica-se uma estabilidade na distribuição das avaliações, com as negativas (notas 1 a 5) dominando no patamar de 65%, contra um patamar de avaliações positivas (notas 8 a 10) estacionado em 15%.

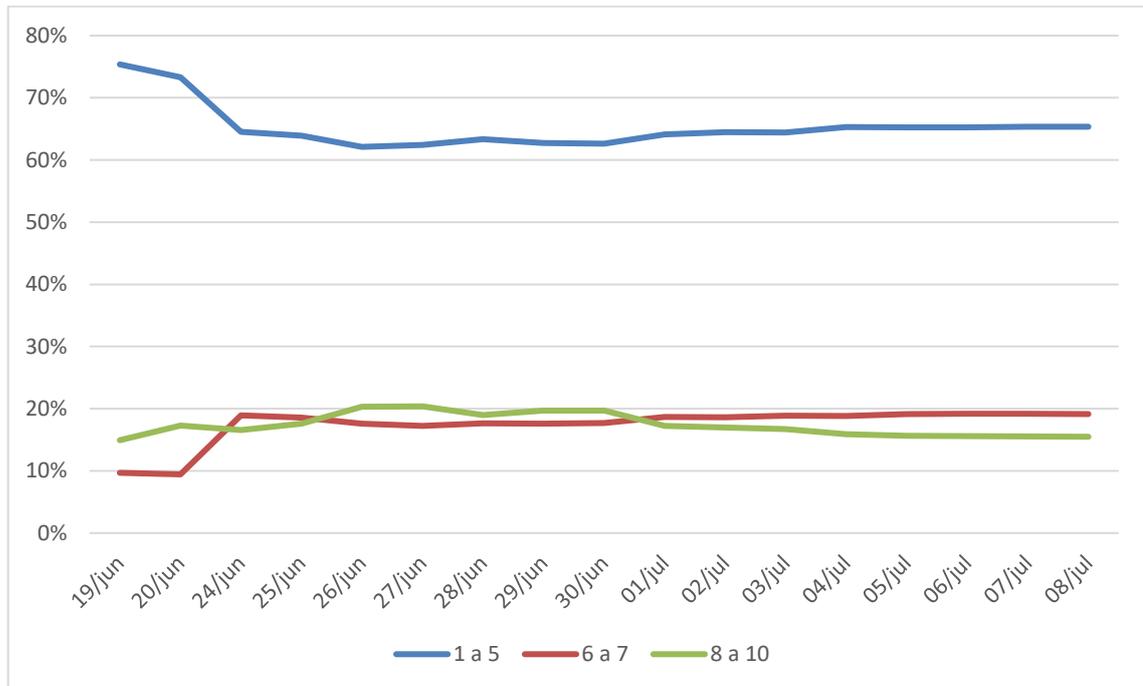
¹⁷⁶ **Quadro 17-A: Resultados do NPS na avaliação do Quadro 15, por origem de amostra. Os NPS foram negativos para todas as origens da amostra de respondentes:**

Resultados	Base cadastral da CVM/SOI			Demais meios		
	Quantidade	Percentual	NPS	Quantidade	Percentual	NPS
Promotores (9-10)	241	9,82%	-64	74	20,56%	-38
Neutros (7-8)	391	15,93%		77	21,39%	
Detratores (1 a 6)	1.823	74,26%		209	58,06%	

¹⁷⁷ Uma ressalva levantada em interações com intermediários é uma eventual confusão dos investidores entre insatisfação com o serviço de assessoria e insatisfação com as performances dos ativos recomendados.



Gráfico 3: Evolução percentual das avaliações detratoras, neutras e promotoras ao longo do período da pesquisa



Fonte: Dados da pesquisa

Quadro 18: Resultados da pergunta “16” da pesquisa: “O quão útil seria, para você, poder migrar a classificação do seu perfil de investidor para outras corretoras em que possui conta?”

Extremamente útil	Muito útil	Moderadamente útil	Pouco útil	Nada útil	Indiferente	Não tenho opinião
16,05%	16,41%	15,20%	19,46%	19,64%	8,77%	4,44%

Fonte: Dados da pesquisa

Essa pergunta questionou a amostra acerca da utilidade de migração ou portabilidade de seu perfil de risco entre diferentes intermediários. Nesse quesito, 47% da amostra demonstrou considerar “moderadamente útil”, “extremamente útil ou “muito útil” tal migração, ao passo que 48% da amostra possui visão “indiferente”, “nada útil” ou “pouco útil”.



Suscita-se aqui alguns impeditivos para que tal portabilidade do perfil seja totalmente eficaz, do ponto de vista do investidor, com base nos comentários livres da pesquisa.

Por exemplo, alguns respondentes mencionam o desejo explícito de usar um intermediário para um propósito específico, podendo resultar em um perfil de risco desejado diferente para cada um dos intermediários onde tem conta. Ou seja, perfis distintos são considerados, para alguns respondentes, uma ferramenta de gestão de carteira própria.

Outro ponto suscitado foi o de que o investidor pode ter demandas e prioridades diferentes em intermediários distintos, e em tempos distintos, dificultando um mapeamento único de perfil.

Além disso, o fato de cada intermediário ter sua própria política de *suitability* permite que os mesmos dados de resposta de clientes possam resultar em classificações de perfil diferentes, o que dificultaria a implementação de um perfil único para todos os intermediários.

Quadro 19: Padrões mapeados nos comentários livres da pesquisa, via análise qualitativa e subjetiva

Padrão	Quantidade	Palavras-chave
“Mera exigência regulatória” e “defesa para as instituições”	106	Respostas que deixaram transparecer que o processo de <i>suitability</i> é um mecanismo de defesa para as instituições e não de agregação de valor para o investidor; que preenchimento do perfil “chato” e burocrático; que o processo deveria ser opcional; que o questionário é facilmente burlável; que o <i>suitability</i> atual é uma medida proforma.
Falhas de metodologia e aplicação da avaliação de perfil do investidor	65	Respostas que deixaram transparecer que o processo de <i>suitability</i> tem efeito parcial ou relativo sobre o mapeamento de risco; que processo é confuso e desigual; que ele não agrega valor e não considera fatores psicológicos envolvidos na tomada de decisão nem necessário o acompanhamento de um profissional especializado ao longo da jornada de investimento; que cada pessoa tem uma ideia diferente de qual risco está disposta a assumir; que o questionário deve ser melhorado para atender a investidores que não conhecem o sistema financeiro; que as perguntas são insuficientes para definir o perfil; que os assessores não consideram o perfil de investidor do cliente quando recomendam investimentos; que as perguntas são genéricas e geralmente montam uma imagem do que o investidor gostaria de ser, não necessariamente refletindo a realidade; que uma



Padrão	Quantidade	Palavras-chave
		pergunta não define a tolerância ao risco do investidor; que o questionário é simples demais.
O perfil de investidor é útil para iniciantes	34	Respostas que deixaram transparecer que o processo de <i>suitability</i> é útil apenas para familiaridade sobre como funciona o mercado; que o processo precisa passar por melhorias levando em consideração comportamento e psicologia financeira.
A favor da migração de perfil	30	Respostas que deixaram transparecer que o processo de <i>suitability</i> poderia ser feito via uma única análise de perfil por CPF, vinculado às diversas contas em intermediários; que a migração deveria ser opcional; que poderia haver existência de compartilhamento de perfil via <i>Open Finance</i> .
Pouca informação sobre risco dos produtos	27	Respostas que deixaram transparecer que o investidor precisa ser informado de forma mais rigorosa sobre quando pretende investir fora de seu perfil de investidor; que há falta de transparência sobre a comissão/remuneração dos produtos indicados pelos assessores; que mais importante do que o perfil é a comunicação clara dos riscos envolvidos nos produtos.
Indução de <i>influencers</i>	11	Foi mencionado na pesquisa a ocorrência de manipulação de resultado de avaliação de perfil via rede social (influenciadores instruindo o preenchimento de questionários).
Não a favor da migração de perfil	11	Respostas que deixaram transparecer que há desejo de se ter perfis diferentes por instituição como instrumento próprio de gestão dos investimentos; que há demandas e prioridades diferentes em intermediários distintos.
Processo é inútil	6	Perda de tempo, inutilidade do processo.

Fonte: Dados da pesquisa, elaboração própria.

Outra análise relevante consiste na verificação do grau de associação entre tais respostas à pesquisa temática, todas elas variáveis categóricas. Para tanto, foi empregado o método de coeficiente de correlação de *Spearman* - medida não paramétrica de associação entre variáveis categóricas - para quantificar a correlação entre os rankings das respostas. Valores absolutos (em módulo) elevados denotam relação monotônica e associação das variáveis.

A seguir é apresentada a matriz do coeficiente de correlação de *Spearman* para as respostas da amostra.

**Tabela 13: Matriz de Ranking de Correlação de Spearman**

(P5)	1,00										
(P6)	0,10	1,00									
(P8)	-0,08	-0,09	1,00								
(P9)	-0,05	-0,03	0,11	1,00							
(P10)	-0,12	-0,10	0,70	0,08	1,00						
(P11)	-0,11	-0,08	0,66	0,12	0,75	1,00					
(P12)	-0,06	-0,06	0,24	0,09	0,32	0,36	1,00				
(P13)	-0,02	0,13	0,18	0,09	0,21	0,27	0,41	1,00			
(P16)	-0,05	-0,06	0,27	0,11	0,28	0,27	0,17	0,13	1,00		
(P15)	-0,11	0,05	0,31	0,11	0,41	0,43	0,49	0,60	0,21	1,00	
	(P5)	(P6)	(P8)	(P9)	(P10)	(P11)	(P12)	(P13)	(P16)	(P15)	

Fonte: Respostas à pesquisa temática, elaboração própria

P5 – Renda média poupada

P6 – Tempo de experiência com investimentos

P8 – Utilidade do conhecimento do perfil de investidor

P9 – Complexidade do processo *suitability*

P10 – Utilidade do processo de verificação

P11 – Frequência de consulta ao perfil

P12 – Influência de propagandas nos investimentos

P13 – Frequência do uso de assessoria

P16 – Utilidade de migração do perfil

P15 – Escala de satisfação de assessoria

As correlações mais fortes encontradas nos levam a crer que existe um perfil de investidor, ainda que minoritário, com uma maior percepção da utilidade de avaliação de perfil e de utilidade do processo de *suitability*, e de maneira correlata, mais confortável a ser assessorado.

Por outro lado, a insatisfação com a assessoria é generalizada e majoritária, não estando associada diretamente a outras variáveis específicas, como “renda média poupada”, “tempo de experiência com investimentos” ou “complexidade do processo de *suitability*”.



VII – Conclusões e recomendações

Nesta Avaliação de Resultado Regulatório, buscou-se verificar a eficácia da norma que regulamenta o dever de verificação da adequação dos produtos e serviços financeiros, prestados pelos intermediários, ao perfil de risco do cliente investidor, a Resolução CVM 30.

Para tanto, foram analisados dados oriundos de três fontes: i) autorreguladores (BSM e ANBIMA); ii) dados internos do regulador (CVM); iii) dados obtidos via pesquisa temática entre investidores. Ademais, foi realizada pesquisa comparativa de boas práticas em outras jurisdições (EUA e União Europeia).

Daí resultaram análises e alguns indicadores de eficácia, detalhados no corpo do trabalho, e resumidos na tabela a seguir.

Tabela 14: Resumo das conclusões obtidas através de análises e indicadores de eficácia (“IE”) construídos

Item	Descrição	Avaliação
1	Análise de Benchmark Internacional	<p>Em linhas gerais há uma convergência entre os arcabouços regulatórios, no sentido de que a abordagem de <i>suitability</i> é majoritariamente principiológica e pautada numa abordagem baseada em risco. Contudo, há algumas diferenças que valem ser pontuadas:</p> <p>1.1 - A regulação americana permanece voltada apenas para cenários em que há recomendação de produtos ao cliente, enquanto os regimes europeu e brasileiro requerem que os intermediários também atuem em casos em que não houve recomendação por parte da ponta comercial.</p> <p>Nesse sentido, apenas a regulação brasileira utiliza a figura do “Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco” quando o cliente insiste em investir em um produto fora de seu perfil de risco.</p> <p>1.2 - Apenas a União Europeia diferencia o nível de proteção entre clientes, e prescreve procedimentos distintos para investidores profissionais ou de varejo.</p> <p>Ainda como diferencial, a União Europeia também possui um regime dual, com o <i>suitability</i> mais amplo tradicional e uma modalidade mais simples, a verificação de <i>appropriateness</i>.</p> <p>1.3 - O arcabouço brasileiro é mais prescritivo em relação às análises e aos dados que devem ser coletados para o processo, ao passo que as regulações estrangeiras tendem a conferir discricionariedade para a ponta comercial.</p>



Item	Descrição	Avaliação
2	Indicador de Eficácia nº 1 - Apontamentos de auditoria e PADs da BSM por número de intermediários com registro ativo na CVM	Houve redução das não conformidades entre 2019 e 2023 – a atuação da supervisão e dissuasão conferiu maior eficácia à norma.
3	Indicador de Eficácia nº 2 - Reclamações de investidores relativas a <i>suitability</i> iniciadas na BSM em busca do MRP por milhão de CPFs únicos registrados em mercado organizado de bolsa	A redução recente do indicador sugere que a despeito da entrada de novos investidores, os quais tendem a ser menos experientes e mais suscetíveis a fricções no processo de <i>suitability</i> e na jornada de investimento em geral, houve um fator de melhoria na eficácia do processo, uma vez que o número de processos não acompanhou proporcionalmente essa entrada de investidores.
4	Análise Qualitativa - Padrões predominantes das reclamações de investidores relativas a <i>suitability</i> iniciadas na BSM em busca do MRP	Uma análise qualitativa dos processos de MRP aponta que as principais fontes de fricção e ineficácia no processo de <i>suitability</i> , com base nesse conjunto de informações, encontram-se na classificação inadequada do perfil de risco do investidor, agravada pela atuação indutora de assessores de investimento. Verifica-se ainda que os “Termos de Ciência de Desenquadramento e Risco” exigidos pela norma acabam servindo mais como uma ferramenta de proteção jurídica dos intermediários do que uma ferramenta de orientação e educação aos investidores.
5	Indicador de Eficácia nº 3 - Percentual de apontamentos referentes a supervisão de <i>suitability</i> da ANBIMA, por tema	<p>Falhas processuais de aplicação da metodologia de <i>suitability</i> ainda vem representando fonte significativa de ineficácia. Por exemplo, nesse conjunto existem casos nos quais o produto recomendado ao cliente não está de acordo com a sua classificação de perfil de risco conforme a política de <i>suitability</i> da instituição, ou então casos nos quais não houve coleta de assinatura do Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco.</p> <p>Deficiências metodológicas para as classificações de perfil de risco do cliente e de produto ainda possuem relevância. Entretanto, espera-se que com a adaptação das instituições às Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos da ANBIMA, em especial a padronização de classificações de produtos ou visão de limite de risco por carteira ali proposta, haja uma redução nesse tipo de ineficácia.</p>
6	Indicador de Eficácia nº 4 - Percentagem de laudos de <i>suitability</i> com irregularidades nos perfis de risco, por tipo de irregularidade	<p>Em 2022, apenas 8% dos clientes que realizaram investimentos não tinham perfil mapeado. Tal nível pode ser considerado uma ineficácia de menor monta, pois grande parte desses clientes pode ter preenchido o Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco no momento de seus investimentos.</p> <p>Entretanto, o desenquadramento de perfil ainda revela ser uma fonte relevante de ineficácia, com 20% do total de perfis em 2022. Espera-se uma acomodação desse número de perfis desenquadrados para um patamar inferior nos próximos anos, resultado da atividade de supervisão da autorregulação e em decorrência de adequação das instituições às Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos, em particular adaptação à visão de limite de risco por carteira do cliente.</p>



Item	Descrição	Avaliação
7	Indicador de Eficácia nº 5 - Número de irregularidades referentes a <i>suitability</i> por intermediários com registro ativo no cadastro da CVM, oriundas dos processos públicos de <i>enforcement</i> da autorregulação da ANBIMA	<p>Observa-se um pico de ocorrências em 2021-22, correlacionado com o verificado nas ocorrências de processos no âmbito de MRP, para posterior queda.</p> <p>Em conclusão, os dados oriundos da ANBIMA analisados nesta seção apontam para uma melhoria recente nos indicadores de eficácia, com perspectiva de melhoria adicional na esteira da adaptação da indústria às novas Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos da ANBIMA. Entretanto, remanescem como fontes relevantes de ineficácia as etapas processuais de classificação do perfil de risco dos investidores e a consequente recomendação de produtos inadequados aos perfis de risco mapeados.</p>
8	Indicador de Eficácia nº 6 - Processos administrativos abertos na CVM/SMI referentes à <i>suitability</i> por número de intermediários com registro ativo na CVM	<p>Destaca-se, assim como no caso do número de reclamações em âmbito de MRP, que houve um pico em 2021 e 2022 e uma queda posterior recente. Contudo, o valor referente a 2023 permaneceu acima do valor inicial da série em 2019, o que nos leva a crer que não houve evolução na eficácia, sob este aspecto isoladamente.</p> <p>A interação entre assessores e investidores, em especial no mapeamento do perfil de risco do investidor, bem como na oferta de produtos inadequada ao perfil, ainda consistem em foco de ineficácia recente de processo, em linha com a análise qualitativa dos dados do MRP.</p>
9	Análise Qualitativa – Padrões predominantes das reclamações de investidores referentes a <i>suitability</i> na CVM/SOI	<p>Conclui-se que produtos complexos, em especial o COE, em conjunto com deficiências no processo de classificação de perfil de risco de alguns investidores, geram alocações insatisfatórias, perdas financeiras e a ocorrência de litígios junto aos intermediários. Novamente menciona-se a interferência da área comercial no mapeamento de perfil de risco dos investidores.</p>
10	Análise Qualitativa - Completude e adequação formal dos questionários aplicados pelos intermediários para classificação do perfil de risco do investidor	<p>Conclui-se, enfim, através da análise qualitativa, que os questionários e as políticas de <i>suitability</i> se encontram bem próximos à adequação formal em relação a norma. Entretanto, isso não garante que eles estejam fornecendo eficácia regulatória ao maior nível possível. Há poucas evidências de que os intermediários aproveitem os questionários para segmentação comercial dos clientes e atendimento mais personalizado. Alguns intermediários simplificaram seus questionários para não onerar a experiência do usuário, até o limite de basicamente cumprir obrigações regulatórias.</p> <p>O item que se mostrou menos investigado nos questionários foi o II.III - necessidade futura de recursos pelo cliente. A percepção do investidor acerca de sua necessidade de liquidez não pode ser inferida dos dados cadastrais, nem do período que ele tem objetivo de manter o investimento. É válido ressaltar que a intenção de manter investimento por determinado período (objetivo) e uma possível necessidade de liquidez num prazo menor (situação financeira) consistem em dois conceitos diferentes.</p> <p>A pergunta ligada às finanças comportamentais busca determinar a “aversão a risco” do cliente (pergunta I.II da lista acima), a qual não está explícita em 2 questionários da amostra. Não há evidências de que os intermediários buscam mapear os vieses comportamentais dos investidores além do mero cumprimento da norma.</p>



Item	Descrição	Avaliação
11	Análise Quantitativa e Qualitativa - Dados de pesquisa temática junto aos investidores	<p>11.1 - É imprescindível alertar que não foi possível evitar um viés de seleção, visto que a amostra dos 2.815 respondentes voluntários não necessariamente reflete determinadas características do universo dos investidores cadastrados no mercado de valores mobiliários brasileiro. Em resumo, podemos dizer que a amostra da pesquisa diverge com dados públicos acerca do universo de investidores da seguinte maneira: geografia (mais concentrada no Sudeste), idade (mais velha), experiência (mais experiente) e com maior prevalência de investidores com contas abertas em mais de um intermediário. Ademais, trata-se de uma amostra de investidores que já tiveram alguma interação com a CVM anteriormente.</p> <p>11.2 - A pesquisa foi capaz de mapear um viés negativo acerca da utilidade do perfil de risco e do processo de <i>suitability</i> como um todo – por exemplo, 52% dos respondentes consideram “pouco ou nada útil” o processo de verificação e mapeamento de perfil. O procedimento de <i>suitability</i> e a necessária resposta ao questionário do intermediário são percebidos mais como um encargo do que como uma ferramenta de proteção.</p> <p>11.3 - No que abarca o poder de influência da área comercial dos intermediários, a pesquisa verificou que há um perfil de maior <i>independência</i> dos investidores na hora de decidir acerca de seus investimentos. Acerca do tema, o uso da métrica <i>Net Promoter Score</i> (NPS) mostrou que a relevância da assessoria para os investidores encontrou-se na “Zona Crítica” (negativa) de forma generalizada, independente do resultado de outras variáveis, como “tempo de investimento”, “renda poupada”, “nível de conhecimento”, etc.</p> <p>Ressalta-se aqui que ao menos 12% dos respondentes reportaram já ter sofrido alguma influência de assessor ou profissional vinculado ao intermediário para preenchimento ou alteração do perfil de risco. Tal prática, ainda que não predominante, encontra eco na análise de casos de MRP, consistindo em violações de procedimento que podem gerar consequências danosas aos investidores.</p> <p>Tais constatações, indo ao encontro da informação de uma amostra predominante experiente no mundo dos investimentos, podem suscitar ao menos duas interpretações: i) os riscos associáveis aos conflitos de interesse com assessoria podem possuir um peso menor do que o imaginado, a despeito de seu impacto potencial; ii) a satisfação do investidor com a figura do assessor dentro do processo de investimento encontra-se limitada e seu uso impactado justamente devido a percepção de conflitos de interesse não devidamente mitigados.</p> <p>11.4 - A pesquisa ainda buscou informações sobre a utilidade, do ponto de vista do investidor, de migração ou portabilidade de seu perfil de risco entre diferentes intermediários. Nesse quesito, 47% da amostra demonstrou considerar “moderadamente útil”, “extremamente útil ou “muito útil” tal migração, ao passo que 48% da amostra possui visão “indiferente”, “nada útil” ou “pouco útil”.</p> <p>Suscita-se aqui alguns impeditivos para que tal “portabilidade” seja totalmente eficaz do ponto de vista do investidor: (i) desejo explícito de uso de algum intermediário para um propósito específico, podendo resultar em um perfil de risco desejado diferente para cada um deles; (ii) o investidor pode ter demandas e prioridades diferentes em intermediários distintos, e em tempos distintos, dificultando um mapeamento único de perfil; (iii) o fato de cada intermediário ter sua</p>



Item	Descrição	Avaliação
		<p>própria política de <i>suitability</i> permite que os mesmos dados de resposta de clientes possam resultar em classificações de perfil diferentes, o que dificultaria a implementação de um perfil único para todos os intermediários.</p> <p>11.5 - Outra possibilidade relevante de análise consiste na verificação do grau de associação entre tais variáveis, todas elas categóricas. Para tanto, foi empregado o método de coeficiente de correlação de Spearman - medida não paramétrica de associação entre variáveis categóricas.</p> <p>As correlações mais fortes encontradas nos levam a crer que existe um perfil de investidor, ainda que minoritário, com uma maior percepção da utilidade de avaliação de perfil e de utilidade do processo de <i>suitability</i>, e de maneira correlata, mais confortável a ser assessorado.</p> <p>Por outro lado, a insatisfação com a assessoria é generalizada e majoritária, não estando associada diretamente a outras variáveis específicas, como “renda média poupada”, “tempo de experiência com investimentos” ou “utilidade do processo de verificação”.</p>

Fonte: Elaboração CVM

Como base para uma avaliação positiva de eficácia normativa, muito embora não seja possível dispor de um contrafactual confiável, temos as seguintes evidências resumidas:

- a) redução de não conformidades de apontamentos de auditoria e processos administrativos da BSM por número de intermediários com registro na CVM entre 2019 e 2023 (Indicador de Eficácia nº 1).
- b) redução do número de reclamações de investidores relativas a *suitability* iniciadas na BSM em busca de MRP por milhão de CPFs distintos na bolsa, a despeito da recente entrada de milhares de novos investidores (Indicador de Eficácia nº 2).
- c) houve forte redução de 20% para 8% dos clientes sem perfil mapeado (Indicador de Eficácia nº 4).
- d) número de irregularidades referentes a *suitability* por intermediários com registro ativo no cadastro da CVM, oriundas dos processos públicos de *enforcement* da autorregulação da ANBIMA, teve redução recente, após um pico em 2021-22 (Indicador de Eficácia nº 5).



Por outro lado, as principais fricções ainda observadas se referem a:

- a) padrões predominantes de reclamações de investidores relativas a *suitability* e iniciadas na BSM se encontram na classificação inadequada do perfil de risco do investidor, agravada pela atuação indutora de assessores de investimento.
- b) deficiências metodológicas para as classificações de perfil de risco do cliente e de produto ainda possuem relevância, em especial no que tange produtos mais complexos, com consequente recomendação de produtos inadequados a seu perfil.

Ou seja, em linhas gerais, é possível afirmar, com base no conjunto de evidências, que a RCVM 30 demonstra eficácia positiva, porém limitada, abaixo do seu nível potencial. Ou seja, na ausência da RCVM 30 e da ação de supervisão e dissuasão dos autorreguladores e do regulador, tais fricções certamente seriam ainda mais pronunciadas.

Além disso, é necessário mencionar que duas medidas normativas recentes da CVM já devem exercer influência positiva para a eficácia da RCVM 30 no futuro próximo:

- (i) a Resolução CVM 179, que alterou a Resolução CVM 35, a partir de 1º/11/2024, exige a divulgação das remunerações devidas aos assessores de investimento no processo de distribuição, bem como sobre potenciais conflitos de interesse aos quais os intermediários e assessores estejam sujeitos, em linha com a *Regulation Best Interest* da SEC¹⁷⁸; e

¹⁷⁸ Um possível aprimoramento adicional da norma seria trazer para a norma brasileira também o item (D) da Reg BI, mencionado abaixo. Entretanto, recomendamos aguardar e avaliar o efeito das regulamentações recém introduzidas.

Reg BI §240, 15f-1 (a) (2) (iii) em **(SEC, 2023)**, a saber:



- (ii) a Resolução CVM 210, de 16/10/2024, que estabelece normas relativas à portabilidade de investimentos em valores mobiliários, empoderando os investidores, por meio do estabelecimento de regras de conduta e de transparência aplicáveis a custodiantes, intermediários, depositários centrais, entidades registradoras e administradores de carteiras de valores mobiliários.

A maior parte das lacunas encontradas pode ser considerada como oriunda de falhas operacionais na aplicação das normas pelos participantes obrigados (nas políticas e seus controles internos), ou então limitações de supervisão e *enforcement* dos reguladores e autorreguladores, que levem a incentivos distorcidos e a eficácia reduzida dos normativos. Nesse contexto, um conjunto de recomendações pode ser proposto:

1. Compartilhamentos informacionais do perfil de risco mapeado (resultado do processo de *suitability*) no âmbito do projeto *open finance*¹⁷⁹

Considerando as limitações e dificuldades já mencionadas para a construção e compartilhamento de um perfil de risco **único** para um determinado investidor no sistema financeiro nacional, uma possibilidade alternativa seria o uso do projeto

(iii) Obrigação de conflito de interesses. O intermediário estabelece, mantém e aplica políticas e procedimentos escritos razoavelmente projetados para:

(A) Identificar e, no mínimo, divulgar, de acordo com o parágrafo (a)(2)(i) desta seção, ou eliminar, todos os conflitos de interesses associados a tais recomendações;

(B) Identificar e mitigar quaisquer conflitos de interesses associados a tais recomendações que criem um incentivo para uma pessoa física que seja uma pessoa associada de um intermediário para colocar o interesse do corretor, negociante ou tal pessoa física à frente do interesse do cliente de varejo; (...).

(D) Identificar e eliminar quaisquer concursos de vendas, cotas de vendas, bônus e compensações não monetárias que sejam baseados nas vendas de títulos específicos ou tipos específicos de títulos dentro de um período limitado.

¹⁷⁹ *Open Finance*, ou sistema financeiro aberto, resulta da possibilidade de clientes de produtos e serviços financeiros permitirem o compartilhamento de suas informações entre diferentes instituições autorizadas pelo Banco Central (**BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024**).



open finance, para o compartilhamento do **resultado** de um processo de *suitability*.

Isto é, o investidor poderia autorizar o compartilhamento da informação acerca do seu perfil de risco mapeado por um determinado intermediário, informação essa que poderia ser utilizada como insumo para o processo de *suitability* e cadastro de outras instituições.

Ou seja, uma instituição receptora dos dados ficaria encarregada de avaliar os critérios associados a tais dados na instituição de origem e incorporá-los no seu próprio processo de avaliação de perfil de risco. Os benefícios imaginados incluem a possibilidade de melhoria no controle de qualidade do processo para as instituições envolvidas, uma vez munidas de informações adicionais.

Sugere-se ainda avaliar no âmbito do projeto uma autorização de compartilhamento de dados válida simultaneamente para todas as instituições em que o investidor possui contas, como forma de reduzir o custo operacional do compartilhamento, da perspectiva do investidor.

2. Esclarecimentos acerca do uso de informações que vão além do mínimo exigido por norma

O Anexo B da Resolução CVM 50 já prescreve um rol mínimo de informações que devem alimentar o cadastro do investidor, ao passo que o art.3º da Resolução CVM 30 prescreve um conjunto mínimo de análises que devem ser incluídas no processo de mapeamento do perfil de risco do investidor.

Contudo, considerando a eficácia do processo de *suitability* e cadastro, é desejável que informações adicionais, conforme julgamento de cada intermediário, possam ser obtidas junto ao cliente, internamente ou a junto a fornecedores independentes e incorporadas no processo, desde que previstas na política interna do intermediário e este se responsabilize por diligências mínimas sobre a qualidade dos dados obtidos.



Nesse sentido, pode ser útil a edição de um Ofício Circular esclarecendo a possibilidade e condições desejáveis para esse passo adicional.

3. Uso de “*utilities*” ou participantes centralizadores no processo cadastral

Seja mencionado que o art. 11 da RCVM 35 já prevê que “*a elaboração e manutenção de cadastros de clientes podem, mediante aprovação da CVM, ser realizadas de maneira centralizada pelas entidades administradoras de mercado organizado, pelas entidades de compensação e liquidação e pelas entidades representativas de participantes do mercado*”.

Ou seja, já há uma possibilidade normativa para a padronização de processos e centralização da operação do processo cadastral em determinadas entidades. Considerando que o resultado do processo de *suitability* é uma informação mínima requerida pelo processo cadastral (item “o”, do inciso I, e item “j” do inciso II, do art. 1º, do Anexo B, da Resolução CVM 50), o mesmo poderia ser incorporado numa eventual centralização.

Como recomendação, o rol de entidades permitidas para a realização do processo centralizado poderia ser revisto, de forma a permitir a entrada de um número maior de interessados, inclusive com maior grau de independência em relação aos intermediários.

4. Vedação explícita de interferência do intermediário sobre o processo de avaliação do perfil de risco do investidor

Em mais de um momento o estudo verificou interferência indevida dos intermediários e seus prepostos sobre o processo de classificação de perfil de risco do investidor, o qual deveria sempre seguir de maneira independente os parâmetros dispostos nas políticas e metodologias do intermediário.



Nesse sentido, recomenda-se inclusão de dispositivo normativo explicitando o dever de não interferência no processo, tanto para fins educacionais como para fins de auxílio dos processos de *enforcement*.

5. Incorporação, na norma, das interpretações pelos Ofícios-circulares pertinentes

Trazer para o nível de norma as recomendações do Ofício Circular Conjunto CVM/SMI/SIN 01/24 (**CVM, 2024a**) que interpreta o art. 4º da RCVM 30 e determina que o cliente deve ser necessariamente classificado na categoria de menor propensão à assunção de riscos, conforme estabelecida pelas regras e procedimentos internos da instituição, quando o cliente não respondeu a questionário específico.

6. Revisão do “Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco” exigido pelo inciso II, do art. 7º, da RCVM 30

Considerando que: i) essa exigência é uma peculiaridade do normativo brasileiro, em comparação ao exterior; ii) que ele pode gerar uma falsa sensação de segurança ao investidor que o assina, independentemente da falta de diligência dos intermediários em executar suas obrigações da melhor maneira; e que iii) o próprio art. 7º da RCVM 30 já exige que o investidor seja alertado acerca da ausência ou desatualização de perfil ou da sua inadequação, com a indicação das causas da divergência, recomenda-se que a existência de tal dispositivo seja reavaliada.

Em complemento, os alertas poderiam ser revisitados para conter uma prescrição de serem sempre disponibilizados em conjunto a um convite/link para que o investidor possa reavaliar/atualizar seu perfil, em área logada, de modo que a ciência do alerta seja rastreável.



7. Inserir o critério “complexidade” nos critérios para análise e classificação das categorias de produto (art. 5º, § único, da RCV 30)

Inserir um item “V – Complexidade e esforço necessário para compreensão” no art. 5º, § único da norma, de maneira a permitir uma classificação mais precisa para produtos com cenários múltiplos ou complexos, ou que dependam de uma análise robusta de material explicativo.

Por fim, podemos resumir as recomendações na tabela a seguir

Tabela 15: Resumo das recomendações da ARR

Item	Descrição	Resumo da Recomendação
1	Compartilhamentos informacionais do perfil de risco mapeado (resultado do processo de <i>suitability</i>) no âmbito do projeto open finance	Trabalho institucional e técnico para incorporação do resultado de um processo de <i>suitability</i> (item cadastral obrigatório) ao rol de informações compartilhadas no âmbito do projeto “open finance”.
2	Esclarecimentos acerca do uso de informações que vão além do mínimo exigido por norma	Edição de um Ofício Circular esclarecendo a possibilidade e condições desejáveis para que informações adicionais, conforme julgamento de cada intermediário, possam ser obtidas junto ao cliente, internamente ou a junto a fornecedores independentes e incorporadas no processo de cadastro e <i>suitability</i> , desde que previstas na política interna do intermediário e que este se responsabilize por diligências mínimas sobre a qualidade dos dados obtidos.
3	Uso de “ <i>utilities</i> ” ou participantes centralizadores no processo cadastral	Considerando a possibilidade de padronização e centralização dos processos de cadastro e <i>suitability</i> pelo art. 11 da RCV 35, o rol de entidades permitidas para a realização do processo centralizado poderia ser revisto, permitir a entrada de um número maior de interessados.
4	Vedação explícita de interferência do intermediário sobre o processo de mapeamento do perfil de risco do investidor	Em mais de um momento o estudo verificou interferência indevida dos intermediários e seus prepostos sobre o processo de classificação de perfil de risco do investidor, o qual deveria sempre seguir de maneira independente os parâmetros dispostos nas políticas e metodologias do intermediário. Nesse sentido, recomenda-se inclusão de dispositivo normativo explicitando o dever de não interferência no processo, tanto para fins educacionais como para fins de auxílio dos processos de <i>enforcement</i> .
5	Incorporação em norma de dispositivos relativos a <i>suitability</i> divulgados por ofícios circulares e ofícios circulares conjuntos.	Trazer para o nível de norma as recomendações do Ofício Circular Conjunto CVM/SMI/SIN 01/24, onde cabível.



Item	Descrição	Resumo da Recomendação
6	Revisão do “Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco” exigido pelo inciso II, do art. 7º, da RCVM 30	Considerando que: i) essa exigência é uma peculiaridade do normativo brasileiro, em comparação ao exterior; ii) que ele pode gerar uma falsa sensação de segurança ao investidor que o assina, independentemente da falta de diligência dos intermediários em executar suas obrigações da melhor maneira; e que iii) o próprio art. 7º da RCVM 30 já exige que o investidor seja alertado acerca da ausência ou desatualização de perfil ou da sua inadequação, com a indicação das causas da divergência, recomenda-se que a existência de tal dispositivo seja reavaliada. Poderia ser um alerta para “sempre incentivar o investidor a refazer seu perfil”, em área logada de modo que a ciência do alerta seja rastreável.
7	Inserir o critério “complexidade” nos critérios para análise e classificação das categorias de produto	Inserir um item “V – Complexidade e esforço necessário para compreensão” no art. 5º, § único, da norma, de maneira a permitir uma classificação mais precisa para produtos com cenários múltiplos ou complexos, ou que dependam de uma análise robusta de material explicativo.

Fonte: Elaboração CVM



REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Regras e Procedimentos de Distribuicao de Produtos de Investimentos.** , 2024a.

Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/A0/A2/B8/CB/61D729107A7B7729B82BA2A8/2.%20Regras_e_Procedimentos_Codigo%20de%20Distribuicao_Para_Publicacao_10_10_2024%20_corrigida_%20_1_.pdf>. Acesso em: 22 out. 2024

ANBIMA. **Orientações e penalidades - ANBIMA.** Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/supervisao/orientacoes-e-penalidades.htm>. Acesso em: 28 out. 2024b.

ANBIMA. **Codigo de Distribuicao de Produtos de Investimento.** , 8 jul. 2024c. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/9A/F5/0F/A8/0AC9091039E04909EA2BA2A8/3.%20odigo%20de%20Distribuicao_08_07_2024%20_publicar_%20_1_.PDF>. Acesso em: 29 out. 2024

ANBIMA. **25 anos da autorregulação | ANBIMA.** Disponível em:

<<https://autorregulacao25.anbima.com.br/>>. Acesso em: 27 out. 2024d.

ANBIMA; CVM. **Alinhamento CVM e ANBIMA sobre metodologia para classificação do perfil dos investidores.** , 22 fev. 2021. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/cvm-e-anbima-orientam-sobre-metodologia-de-classificacao-do-perfil-dos-investidores.htm>. Acesso em: 7 maio. 2024

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF). **Article L541-8-1 - Code monétaire et financier - Légifrance.** Disponível em:

<https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000035043376>. Acesso em: 27 out. 2024.

B3 - BRASIL, BOLSA BALCÃO. **PROGRAMA DE QUALIFICAÇÃO OPERACIONAL.** , 2 jan. 2019.

Disponível em:

<<https://www.b3.com.br/data/files/7C/94/CD/EB/361DC8103152D4C8AC094EA8/Roteiro%20PQO%202024.pdf>>. Acesso em: 27 out. 2024

B3 - BRASIL, BOLSA BALCÃO. **Perfil pessoa física | B3.** Disponível em:

<https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/>. Acesso em: 28 out. 2024.

B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO S.A. **Caderno Pessoas Fisicas - 2T2024 - Evolução investidores na B3.** , 2024. Disponível em:

<https://www.b3.com.br/data/files/E8/53/50/73/74EB19104FE62719AC094EA8/Book%20Pessoa%20Fisica%20-%202T2024%20_final_.pdf>. Acesso em: 25 out. 2024



BAISCH, R.; WEBER, R. H. Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings. Em: MATHIS, K. (Ed.). **European Perspectives on Behavioural Law and Economics**. EALELS. CH: Springer International Publishing, 2015. v. 2p. 159–192.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Open Finance**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/openfinance>>. Acesso em: 29 out. 2024.

BANCO MUNDIAL. **World Bank Open Data**. Disponível em: <<https://data.worldbank.org>>. Acesso em: 28 out. 2024.

BITU, O. et al. O retorno esperado dos COEs. **Brazilian Review of Finance (Online)**, v. 19, n. 2, p. 1–26, jun. 2021.

BSM. **Ressarcimento de prejuízos - envie sua reclamação**. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/envie-sua-reclamacao>>. Acesso em: 27 out. 2024a.

BSM. **MRP - como funciona**. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/como-funciona>>. Acesso em: 28 out. 2024b.

BSM. **Norma de Supervisão sobre Assessores de Investimento14/2024-BSM**. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/14-2024-Assessores-de-Investimento.pdf>>. Acesso em: 5 nov. 2024c.

BSM. **Normas de supervisão da BSM**. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/legislacao-e-regulamentacao/leis-normas-e-regras>>. Acesso em: 27 out. 2024d.

BSM; CVM. **Acordo de intercâmbio de dados entre BSM e CVM**. , 6 mar. 2024. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Acordo_de_Cooperacao_BSM_CVM.pdf>. Acesso em: 27 out. 2024

CHAGUE, F.; GIOVANNETTI, B. **É possível viver de day-trading?** São Paulo: EESP-FGV, 5 mar. 2019. Disponível em: <<https://daytraderpro.com.br/wp-content/uploads/2019/04/FGV-Viver-de-Day-Trade.pdf>>. Acesso em: 27 out. 2024.

CVM. **Ofício-Circular nº 9/2019-CVM/SMI**. , 18 dez. 2019. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/smi/anexos/ocsmi0919.pdf>>. Acesso em: 24 out. 2024

CVM. **Resolução CVM 35**. , 2021a. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html>>

CVM. **Resolução CVM 30**. , 11 maio 2021b. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol030consolid.pdf>>. Acesso em: 25 out. 2024



CVM. **Resolução CVM 50 - PLDFT.** , 31 ago. 2021c. Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol050.html>>. Acesso em: 27 out. 2024

CVM. **ATA DE REUNIÃO DO COLEGIADO DE REGULAÇÃO Nº 46 DE 14.12.2022.** Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20221214_R1.html>. Acesso em: 25 out. 2024.

CVM. **Resolução CVM 30.** Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>>. Acesso em: 22 out. 2024a.

CVM. **Ofício Circular Conjunto nº 1/2023/CVM/SIN/SMI.** Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-smi-0123.html>>. Acesso em: 28 out. 2024b.

CVM. **Ofício-Circular Conjunto nº 1/2024/CVM/SMI/SIN.** , 30 ago. 2024a. Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi-sin/oc-smi-sin-0124.html>>

CVM. **Agenda Regulatória CVM 2024.** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2023/20231207_agenda_regulatoria_cvm_2024.png>. Acesso em: 22 out. 2024b.

CVM. **Cursos Online - CVM.** Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/menu/investidor/educacao/cursos.html>>. Acesso em: 27 out. 2024c.

CVM. **Audiência Pública SDM 03/14.** Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0314.html>. Acesso em: 27 out. 2024d.

CVM/ASA. **air_investidores-no-mercado-de-capitais-brasileiro_2021-07-19.** , 19 jul. 2021.

CVM/ASA. **Boletim Econômico — Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em:
<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico>>. Acesso em: 25 out. 2024.

DECCAX, R. A. **Proposição de uma Nova API (Análise de Perfil do Investidor) para Verificação de “Suitability” por Exigência Regulatória e para Fins Comerciais.** Doutorado em Administração—Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, 2020.

EGAN, M. Brokers vs. Retail Investors: Conflicting Interests and Dominated Products. **SSRN Electronic Journal**, p. 54, 2018.

ESMA. **MiFID II | European Securities and Markets Authority.** Disponível em:
<<https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii>>. Acesso em: 27 out. 2024.

ESMA. **ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.** , 23 set.



2022. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.pdf>. Acesso em: 27 out. 2024

EUR-LEX. **Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms (Text with EEA relevance)**. OJ L, 21 abr. 2021. Disponível em: <http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/1253/oj/eng>. Acesso em: 28 out. 2024

EUR-LEX. **Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive (Text with EEA relevance)Text with EEA relevance**. , 2 ago. 2022. Disponível em: <http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/2022-08-02/eng>. Acesso em: 27 out. 2024

EUR-LEX. **Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 (Text with EEA relevance)Text with EEA relevance**. , 28 mar. 2024a. Disponível em: <<http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/2024-03-28/eng>>. Acesso em: 27 out. 2024

EUR-LEX. **Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) (Text with EEA relevance)Text with EEA relevance**. , 28 mar. 2024b. Disponível em: <<http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/2024-03-28/eng>>. Acesso em: 27 out. 2024

FINRA. **FINRA Rule 2111 - Suitability**. Disponível em: <<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2111>>. Acesso em: 27 out. 2024.

FINRA. **FINRA Rule 1011 - Definitions**. Disponível em: <<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/1011>>. Acesso em: 28 out. 2024.

FINRA. **FINRA Rule 2111 (Suitability) FAQ**. Disponível em: <<https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/suitability/faq>>. Acesso em: 27 out. 2024.

FLORES, R. A. **Vieses comportamentais no campo dos investimentos**. Porto Alegre: UFRGS - Faculdade de Ciências Econômicas, 2022.

MARINELLI, N.; MAZZOLI, C. **Profiling investors with the MiFID: current practice and future prospects**. , 10 jan. 2011. Disponível em: <https://www.ascosim.it/public/19_Ric.pdf>. Acesso em: 27 out. 2024

REICHHELD, F. F. The one number you need to grow. **Harvard Business Review**, v. 81, n. 12, p. 46–54, 124, dez. 2003.



SEC. **17 CFR 240.17a-3 -- Records to be made by certain exchange members, brokers and dealers.** , 1992. Disponível em: <<https://www.ecfr.gov/current/title-17/part-240/section-240.17a-3>>. Acesso em: 27 out. 2024

SEC. **Proposed Rule Change to Adopt FINRA Rules 2090 (Know Your Customer) and 2111 (Suitability) in the Consolidated FINRA Rulebook.** , 17 nov. 2010. Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/sro/finra/2010/34-63325.pdf>>. Acesso em: 27 out. 2024

SEC. **Study on Investment Advisers and Broker-Dealers.** , jul. 2011. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>>. Acesso em: 5 out. 2024

SEC. **Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers.** , 12 jul. 2019. Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>>

SEC. **Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct.** Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules-regulations/2019/06/s7-07-18>>. Acesso em: 27 out. 2024.

THE BOARD OF THE IOSCO. **Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products.** IOSCO, , jan. 2013. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>>. Acesso em: 22 out. 2024



ANEXO A - Pesquisa CVM sobre o processo de classificação do perfil do investidor

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM revisa periodicamente suas normas para garantir que o mercado financeiro funcione de maneira eficiente, transparente e segura.

A pesquisa abaixo objetiva colher subsídios para o estudo de Avaliação de Resultado Regulatório (ARR) sobre as normas da CVM que tratam da aferição do perfil do investidor, também conhecido como processo de *suitability*.

As respostas ao questionário abaixo serão mantidas em sigilo e serão usadas exclusivamente como subsídio ao referido estudo. O preenchimento da pesquisa leva, em média, de 3 a 5 minutos, e ficará disponível até o dia 8/7/24.

Agradecemos a sua participação!

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM

Perfil e percepção do investidor

1. Qual é o seu gênero?

Masculino Feminino Outro

2. Você mora em qual região do país?

Norte Nordeste Centro-Oeste Sudeste
 Sul Resido fora do Brasil

3. Qual é a sua faixa etária?

25 anos ou menos 26 a 35 anos 36 a 45 anos
 46 a 55 anos 56 anos ou mais

4. Qual é o seu nível de escolaridade?



- Ensino fundamental (1º grau) Ensino médio (2º grau)
 Ensino superior Mestrado Doutorado

5. Aproximadamente, qual é o percentual da sua renda que você poupa, em média, por mês?

- Não tenho o hábito de poupar Menos de 10%
 De 10% a 20% De 20% a 30%
 De 30% a 40% Mais de 40%

6. Há quanto tempo você investe em produtos financeiros?

- Não sei dizer Até 2 anos De 2 a 5 anos
 De 5 a 10 anos Mais de 10 anos

7. Você possui conta ativa em mais de uma corretora de valores mobiliários?

- Sim Não

8. O quão útil é para você conhecer o seu perfil de investidor antes de tomar uma decisão de investimento?

- Nada útil Pouco útil Moderadamente útil
 Muito útil Extremamente útil
 Sou indiferente Não tenho opinião formada a respeito

9. Como você avalia, em termos de complexidade de preenchimento, o processo de verificação, feito pela sua corretora, para classificar o seu perfil de investidor?

- Muito fácil Fácil Moderadamente complexo
 Complexo Muito complexo
 Não me lembro do processo de verificação



10. Como você avalia, em termos de utilidade para a sua tomada de decisão de investimento, o processo de verificação, feito pela sua corretora, para classificar o seu perfil de investidor?

- Nada útil Pouco útil Moderadamente útil
 Muito útil Extremamente útil
 Sou indiferente Não tenho opinião formada a respeito

11. Com que frequência você leva em consideração a classificação do seu perfil de investidor, feita pela sua corretora, no momento de tomar uma decisão de investimento?

- Nunca Raramente Ocasionalmente
 Frequentemente Sempre

12. Com que frequência, as ofertas ou propagandas de produtos financeiros feitas pela sua corretora costumam influenciar o seu processo de escolha de investimentos?

- Nunca Raramente Ocasionalmente
 Frequentemente Sempre
 Não presto atenção às ofertas de produtos financeiros feitas pela minha corretora

13. Com que frequência você usa algum tipo de assessoria quando vai investir?

- Nunca Raramente Ocasionalmente
 Frequentemente Sempre



14. Algum assessor de investimento ou profissional vinculado a sua corretora já preencheu ou direcionou suas respostas no processo de verificação do seu perfil de investidor?

Sim

Não

15. Em uma escala de 1 a 10, onde 1 (um) é a pior nota e 10 (dez) a melhor, o quão decisivo é para você a assessoria prestada pela sua corretora no processo de tomada de decisão dos seus investimentos?

1; 2; 3; 4; 5; 6; 7; 8; 9; 10

16. O quão útil seria, para você, poder migrar a classificação do seu perfil de investidor para outras corretoras em que possui conta?

Nada útil

Pouco útil

Moderadamente útil

Muito útil

Extremamente útil

Sou indiferente

Não tenho opinião formada a respeito

17. Caso tenha alguma consideração adicional ou sugestão sobre o tema desta pesquisa, utilize o campo abaixo para compartilhar conosco.

