


ARTIGO

Segmentação de investidores em previdência para fins de fidelização e de captação de clientes

Ronaldo Andrade Deccax

deccax@gmail.com |  0000-0002-4816-1191

Carlos Heitor Campani

carlos.heitor@coppead.ufrj.br |  0000-0003-1896-7837

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi preencher a lacuna representada pela inexistência de estudos que apliquem conceitos de Finanças Comportamentais na segmentação de investidores em planos de previdência. A partir de uma revisão bibliográfica e do estudo de casos múltiplos que descortinaram relevantes aspectos do mercado de previdência complementar no Brasil, este artigo propõe um novo conjunto de variáveis demográficas e psicográficas que se mostraram mais eficazes em pesquisas anteriores na segmentação de clientes de serviços financeiros e inova ao incorporar variáveis oriundas da Psicologia e de Finanças Comportamentais, sobretudo a variável “racionalidade” cuja aferição nos investidores possui uma notável capacidade de síntese da vulnerabilidade a um amplo universo de heurísticas e de vieses. Adicionalmente, foram identificadas significativas barreiras comportamentais para a expansão do mercado de previdência, um baixo nível de maturidade das práticas atuais de mercado para enfrentá-las no Brasil e a necessidade da utilização de instrumentos de Finanças Comportamentais nesse enfrentamento.

PALAVRAS-CHAVE

Planos de Previdência Complementar, Ciências Comportamentais, Mercados Financeiros, Segmentação de Mercado, Comportamento do Consumidor

¹Universidade Federal do Rio de Janeiro,
Instituto COPPEAD de Administração,
Rio de Janeiro, RJ, Brasil

Recebido: 18/05/2020.
Revisado: 19/08/2020.
Aceito: 22/03/2021.
Publicado Online em: 29/11/2021.
DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2022.19.1.2>



1. INTRODUÇÃO

Pesquisas sobre a segmentação híbrida focada em investidores são raras, e as desenvolvidas por Keller e Siegrist (2006) e por Deccax e Campani (2019) constituem exceções. No que tange a investidores em planos de previdência, no âmbito da extensa revisão bibliográfica realizada por este estudo, a pesquisa de Gough e Sozou (2005) foi a única encontrada sobre segmentação com esse enfoque tão específico. O presente estudo tenciona mitigar essa lacuna por meio da consideração dos resultados das pesquisas sobre segmentação de clientes de outros serviços financeiros e do emprego dos conhecimentos aplicáveis de Finanças Comportamentais.

A segmentação de investidores individuais (pessoas físicas) em geral, ou seja, independentemente dos tipos de investimento nos quais os mesmos aplicam os seus recursos, é uma atividade complexa e de evidente importância para instituições financeiras, órgãos reguladores e para os próprios investidores.

Uma das aplicações mais relevantes e promissoras da segmentação de investidores individuais é naqueles que investem (ou poderiam investir) em planos de previdência complementar aberta. Tais planos representam uma modalidade de investimento com crescente representatividade econômica e social.

O objetivo desta pesquisa é desenvolver um novo conjunto de variáveis para segmentação de investidores individuais (pessoas físicas) atuais e potenciais em previdência complementar aberta. Esse conjunto de variáveis para segmentação é de especial interesse para os planos de previdência privada aberta pela possibilidade de mapear os segmentos mais promissores de clientes potenciais (direcionando ações de captação de novos clientes) e de aprimorar as suas ações de fidelização e de rentabilização dos seus atuais clientes.

De acordo com a classificação empregada por Hunt (2014), este estudo pode ser qualificado como “*marketing research*” por buscar uma expansão da base de conhecimento de Marketing e uma contribuição de aplicação geral (mais especificamente, para planos de previdência privada aberta), não se restringindo à realidade de uma organização em particular. O mesmo se aplica a outros estudos publicados – tais como os de Gough e Sozou (2005), Keller e Siegrist (2006), Fünfgelde Wang (2009), Makgosa *et al.* (2016) e Deccax e Campani (2019) – que desenvolveram abordagens híbridas de segmentação de clientes de serviços financeiros.

Este estudo, assim como os supracitados, pode ser classificado também como “*problem-oriented research*” pois, segundo Myers, Massy e Greyser (1980, como citado em Hunt, 2014), esse tipo de pesquisa “pode ser fundamentalmente ou altamente aplicável, mas a sua força direcionadora é o desejo de fazer uma contribuição para a solução de um problema prático importante”. Isso é corroborado pelo seu caráter normativo – ao propor um novo conjunto de variáveis para segmentação de investidores em previdência – evidenciado pela busca de resposta à seguinte pergunta de pesquisa: “Como os planos de previdência privada aberta deveriam segmentar os investidores atuais e potenciais com o objetivo de aprimorar a fidelização e a captação de clientes?”.

O método aqui utilizado foi o de estudo de casos múltiplos, com uma amostra de cinco empresas representativas do mercado brasileiro de previdência complementar aberta. O roteiro empregado nas entrevistas semi-estruturadas junto aos executivos dessas empresas foi desenvolvido a partir de uma revisão bibliográfica.

Os resultados alcançados por este estudo revelam um quadro geral de práticas diversificadas, limitadas e predominantemente incipientes de segmentação de clientes potenciais e atuais. Isso leva a um entendimento inadequado das suas necessidades de previdência, constituindo um limitador para o amadurecimento e a expansão desse mercado.

As contribuições desta pesquisa são a identificação de oportunidades de desenvolvimento nesse tema tanto na literatura quanto nas práticas de mercado e a proposição de um novo conjunto de variáveis para segmentação de investidores individuais atuais e potenciais em previdência complementar aberta.

Para os “praticantes” (executivos e empreendedores, sobretudo), a relevância deste estudo é resultante do somatório de dois fatores que destacamos a seguir.

1.1. MERCADO RELEVANTE, COM GRANDE POTENCIAL DE EXPANSÃO E COM COMPETIÇÃO CRESCENTE

O mercado de previdência aberta no Brasil, apesar de encontrar-se distante do nível de maturidade de muitos daqueles de outros países, já possui uma magnitude econômica expressiva: USD 223 bilhões em ativos em 2018. Por outro lado, o seu potencial de expansão é revelado pela ainda reduzida (apenas 12,6%) representatividade desse montante em relação ao PIB (Produto Interno Bruto) do país. A média dos países membros da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) em tal indicador é de 53,3%. O potencial do mercado brasileiro é reiterado pelos 7,9% de crescimento de 2017 para 2018 (ou seja, em pleno período de baixo crescimento do PIB do país), enquanto a média dos países da OCDE foi de contração de 3,9% e com apenas quatro deles superando o nosso índice (Antolin *et al.*, 2019).

A evolução dos grupos etários no Brasil desde 2010 e projetada até 2060, com uma redução esperada da PIA (População em Idade Ativa, entre 15 e 64 anos) de 67,99% para 59,80% nesse período, também constitui um poderoso motivador para a expansão do mercado de fundos de pensão no país (IBGE, 2019).

E a recente aprovação da reforma da previdência pública representa um fator adicional para alavancar esse mercado, com estimativas de aumento de 25% no número de pessoas que investem em previdência complementar (de 16 para 20 milhões). Com isso, a concorrência tende a aumentar ainda mais: desde 2007, o número de fundos aumentou de 392 para 1.786, e o total de gestoras, de 45 para 124. “Outros fatores favorecem o crescimento do mercado de previdência privada: a queda dos juros básicos da economia e a crescente competição entre gestores, *fintechs*, bancos e seguradoras.” (Setti e Sorima Neto, 2019).

1.2. OFERTA E DEMANDA CADA VEZ MAIS DIVERSIFICADAS E COMPLEXAS

Outro fator contributivo para a importância crescente do tema desta pesquisa e que se relaciona fortemente com o fator anterior é a mudança de perfil tanto na oferta quanto na demanda nesse mercado. Os especialistas apontam que os fundos privados de previdência têm regras complexas e que isso é agravado pela necessidade de adaptação da oferta às necessidades específicas de cada investidor. Por outro lado, os fundos e gestores têm buscado modernizar os produtos do ramo (Jakitas e Nascimento, 2019).

Pelo lado da demanda, a heterogeneidade dos investidores em previdência foi recentemente evidenciada por Gallo *et al.* (2018) ao identificarem segmentos de indivíduos com comportamentos distintos. Adicionalmente e ainda mais relevante, os autores constataram que os processos cognitivos subjacentes à decisão sobre a participação em fundos de previdência podem ser diversificados e complexos.

2. LITERATURA

A segmentação de investidores atuais e potenciais em previdência complementar exige a compreensão aprofundada dos aspectos que determinam e condicionam, em última instância,

o seu processo decisório individual relativo a esse produto financeiro específico. No universo de periódicos conceituados que foram pesquisados no âmbito desta pesquisa emergiram com destaque os aspectos comportamentais referentes especificamente à previdência e às abordagens de segmentação já empregadas em clientes individuais de serviços financeiros em geral (previdência inclusive).

2.1. ASPECTOS COMPORTAMENTAIS EM PREVIDÊNCIA

Há uma gama de aspectos comportamentais os quais, isolados ou em conjunto, já tiveram a sua importância revelada por estudos na decisão de investir ou não em previdência privada, além de como e do quanto investir.

Bongini e Cucinelli (2019) identificaram numerosos fatores que influenciam positivamente na intenção das pessoas de investir em um fundo de previdência: atitude, normas subjetivas, controle comportamental percebido, conhecimento sobre previdência, gestão de recursos financeiros e nível elevado de conhecimento financeiro. Esse resultado confirma e amplia a descoberta de Van Rooij *et al.* (2011) de que indivíduos com maior conhecimento financeiro têm maior probabilidade de planejar a aposentadoria e também a de Cobb-Clark *et al.* (2016). Estes constataram que pessoas com um “lôcus de controle interno” (que acreditam controlar a maior parte dos aspectos relevantes das suas vidas) economizam mais.

Fatores adicionais referentes à predisposição para investir em previdência privada são a idade – sobretudo por volta dos 40 anos (Gourinchas e Parker, 2002) – e comportamentos saudáveis, tais como a prática de exercícios físicos e a busca por alimentação balanceada (Finkee Huston, 2013). Este último estudo encontrou evidências de que essa surpreendente variável (comportamentos saudáveis) é um preditor mais poderoso da inclinação a investir visando à aposentadoria do que todas as demais variáveis explanatórias consideradas (idade, raça, nível de renda dos pais, gênero e desempenho acadêmico).

Uma vez tomada a decisão de investir em previdência privada, outras questões comportamentais surgem. O estudo exploratório de Harrison *et al.* (2006) revelou indícios de que as decisões desses investidores não são racionais nem completamente informadas, sendo caracterizadas por complexidade, confusão e apatia. Sourdin (2008), por exemplo, descobriu que indivíduos com problemas de autocontrole apresentam maior probabilidade de investir em previdências privadas com menor liquidez e Dahlquist e Martinez (2015) identificaram que a inércia e a falta de atenção ao desempenho passado podem se traduzir em piores resultados para os investidores nos seus investimentos em previdência privada. Recentemente, Ongena e Zalewska (2018) foram além e concluíram que, dado o seu deficiente processo decisório, os investidores não estão preparados para o papel que a indústria de previdência privada reservou a eles.

Nessa mesma linha e ao investigarem o exercício de autonomia de investidores ao escolherem o portfólio dos seus planos de previdência, Benartzi e Thaler (2002) alcançaram a relevante conclusão de que eles não possuem preferências bem definidas. No que se refere à aversão a riscos na escolha de planos de previdência privada, Gürdal *et al.* (2017) revelaram que a vontade declarada pelos próprios investidores de assumir riscos em geral parece ser a medida mais relevante na previsão do seu comportamento real a esse respeito, e Hauff (2014) evidenciou que indivíduos com maior nível de conhecimento financeiro assumem mais riscos.

Diferentemente dos estudos supracitados de natureza descritiva, Reyers *et al.* (2015) e Mitchell e Utkus (2006) buscaram incorporar um caráter normativo (prescritivo) às suas pesquisas. Reyers *et al.* (2015) indicam que intervenções tais como apoio e orientação à decisão podem ajudar os indivíduos a tomarem decisões ótimas relativas à previdência privada. Já Mitchell e Utkus (2006)

são mais específicos, prescrevendo: a inclusão de opções padrão selecionadas de forma ótima; o desenho de menus simplificados nos planos de aposentadoria; melhores abordagens para ajudar trabalhadores e aposentados a gerenciarem riscos; e a inclusão de opções-padrão aprimoradas na aposentadoria.

2.2. SEGMENTAÇÃO DE INVESTIDORES

Com o intuito de obter resultados superiores, alguns estudos empregaram técnicas de segmentação com abordagens híbridas e em diferentes mercados de serviços financeiros, tais como os apresentados pela Tabela 1.

Tabela 1

Estudos de Segmentação em Diferentes Mercados de Serviços Financeiros

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

Nota. Fonte: elaboração dos próprios autores.

A imensa maioria dos mais recentes desses estudos – Gough e Sozou (2005), Keller e Siegrist (2006), Fünfgelde Wang (2009), Makgosa *et al.* (2016) e Deccax e Campani (2019), para citar apenas alguns – conjuga características psicográficas e demográficas em suas abordagens híbridas de segmentação de clientes de serviços financeiros.

Os primeiros estudos relevantes sobre a segmentação de clientes de serviços financeiros empregaram fatores únicos, fossem eles demográficos ou psicográficos, nas suas análises. Stanley *et al.* (1985), por exemplo, revelaram através de uma *survey* junto a correntistas de bancos que o fator “idade” é determinante para a sua utilização de produtos bancários específicos.

Todavia, ao longo do tempo foi sendo evidenciada a necessidade da utilização de fatores múltiplos na segmentação de clientes de serviços financeiros para o alcance de resultados mais eficazes. Harrison (1994) e Machauer e Morgner (2001) são exemplos de críticas à simplicidade irrealista, à questionável generalização dos resultados e à limitada relevância prática da segmentação com fatores únicos.

Há uma considerável diversidade de combinações de fatores nas pesquisas relevantes sobre segmentação híbrida de clientes de serviços financeiros. Makgosa *et al.* (2016) argumentam que as diferentes abordagens para segmentação têm pontos fortes e fracos e que uma abordagem ideal inexistente. Não obstante, há duas tendências que emergem com clara evidência: o emprego em quase todos os estudos de fatores demográficos e o predomínio da conjugação de fatores demográficos e psicográficos, estes últimos contendo também a denominada “segmentação por benefícios”.

2.2.1. Segmentação Demográfica

A segmentação demográfica de clientes de serviços financeiros, aplicada isoladamente ou em conjunto com outros tipos de segmentação, emprega variáveis que medem características dos indivíduos relevantes para os seus propósitos. Makgosa *et al.* (2016) destacam que variáveis demográficas – tais como “gênero”, “idade”, “nível de renda”, “nível educacional”, “ocupação” e “estado civil” – são observáveis e, desta forma, são de mais fácil obtenção. Minhas e Jacobs (1996) afirmam que essas variáveis influenciam o comportamento do consumidor e que, portanto, podem ser usadas como “proxies” para a análise das suas necessidades diretas.

Muitas pesquisas relevantes evidenciaram um impacto significativo do uso de variáveis demográficas, na grande maioria das vezes em conjunto com outras variáveis demográficas ou com variáveis psicográficas, na segmentação de clientes de serviços financeiros: Stanley *et al.* (1985), Harrison (1994), Alfansi e Sargeant (2000), Andronikidis e Dimitriadis (2003), Gough e Sozou (2005), Keller e Siegrist (2006), Ansell *et al.* (2007), Fünfgelde Wang (2009), Foscht *et al.* (2010) e Makgosa *et al.* (2016).

A relação dessas pesquisas com as variáveis demográficas empregadas por cada uma delas nesse tipo de segmentação é sintetizada na Tabela 2.

2.2.2. Segmentação Psicográfica

Pertence à esfera da segmentação psicográfica toda modalidade de segmentação relacionada aos aspectos psicológicos e comportamentais dos clientes de serviços financeiros. Isso inclui a denominada “segmentação por benefícios”.

Makgosa *et al.* (2016) enfatizam que as características psicográficas não são diretamente observáveis – o que dificulta as suas obtenções –, mas são críticas na determinação de preferências e necessidades de produtos ou marcas. Portanto, e diferentemente do que ocorre com as características demográficas, as características psicográficas possuem relação direta com o comportamento do consumidor e, desta forma, tornam dispensável o uso de “proxies”.

Assim como na segmentação demográfica, muitas pesquisas relevantes também evidenciaram um impacto significativo do uso de variáveis psicográficas. A relação dessas pesquisas com as variáveis psicográficas empregadas por cada uma delas é sintetizada na Tabela 3.

É importante mencionar que há diversos outros estudos sobre a análise psicográfica no âmbito do comportamento financeiro de indivíduos, porém sem o propósito específico de efetuar a segmentação psicográfica de clientes de serviços financeiros. Portanto, a sua eficácia nesse tipo de aplicação ainda não foi aferida.

Em suma, a segmentação híbrida de clientes de serviços financeiros é uma tendência predominante, sobretudo com o emprego conjunto de fatores demográficos e psicográficos. Não obstante a diversidade de tais fatores – ainda mais destacadamente no caso dos fatores psicográficos, com uma amplitude crescente de critérios que é típica de áreas de estudo em franco desenvolvimento –, ainda há espaço para a consideração de variáveis adicionais. Isso é evidenciado, por exemplo, pela variedade de análises psicográficas no âmbito do comportamento financeiro de indivíduos, mas ainda não aplicadas na segmentação psicográfica de clientes de serviços financeiros. A área de Finanças Comportamentais representa outra fonte promissora de variáveis psicográficas para esse tipo de segmentação.

Tabela 2*Variáveis Demográficas Empregadas por Diferentes Estudos em Segmentação de Clientes de Serviços Financeiros*

Variáveis Demográficas	Artigo											
	Stanley et al. (1985)	Harrison (1994)	Minhas & Jacobs (1996)	Alfansi & Sargeant (2000)	Machauer & Morgner (2001)	Andronikidis & Dimitriadis (2003)	Keller & Siegrist (2006)	Ansell et al. (2007)	Fünfgeld & Wang (2009)	Foscht et al. (2010)	Muhamad et al. (2012)	Makgosa et al. (2016)
Estado Civil								Usada				Usada
Etnia ou Cultura						Usada						
Gênero								Usada	Usada	Usada		
Histórico de Consumo		Usada					Usada	Usada				
Idade	Usada							Usada	Usada	Usada		
Nível de Renda												Usada
Nível Educacional									Usada			Usada
Ocupação				Usada						Usada		

Nota. Fonte: elaboração dos próprios autores.**Tabela 3***Variáveis Psicográficas Empregadas por Diferentes Estudos em Segmentação de Clientes de Serviços Financeiros*

Variáveis Psicográficas	Artigo											
	Stanley et al. (1985)	Harrison (1994)	Minhas & Jacobs (1996)	Alfansi & Sargeant (2000)	Machauer & Morgner (2001)	Andronikidis & Dimitriadis (2003)	Keller & Siegrist (2006)	Ansell et al. (2007)	Fünfgeld & Wang (2009)	Foscht et al. (2010)	Muhamad et al. (2012)	Makgosa et al. (2016)
Atitudes Financeiras e Percepções							Usada		Usada			Usada
Benefícios			Usada	Usada	Usada						Usada	
Comportamentos, Intenções e Interesses							Usada			Usada		Usada
Conhecimento de Finanças		Usada										
Valores Pessoais							Usada				Usada	Usada

Nota. Fonte: elaboração dos próprios autores.

2.3. FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Dois conceitos essenciais de Finanças Comportamentais são o de “heurística” (artifício simplificador do pensamento intuitivo para facilitar a tomada de decisões) e o de “viés” (erro sistemático na tomada de decisões e decorrente das heurísticas utilizadas). Ambos são detalhados por Tversky e Kahneman (1975), os quais neste artigo seminal exploraram três heurísticas (“representatividade”; “disponibilidade”; e “ajuste e ancoragem”) e diversos vieses resultantes.

O universo conhecido de heurísticas e de vieses é vasto e ainda em expansão pela enorme quantidade de estudos já realizados e em andamento em diversas áreas (Psicologia e Finanças Comportamentais, mais destacadamente). A sua ordem de grandeza atinge hoje dezenas de heurísticas e de vieses, sendo que muitos deles já tiveram a sua influência sobre a tomada de decisões financeiras evidenciada por pesquisas publicadas em periódicos respeitados. Três desses últimos vieses se revelaram particularmente proeminentes na revisão bibliográfica realizada no âmbito deste estudo, pela quantidade de artigos em periódicos conceituados que os abordaram:

- **Aversão a Riscos:** Kahneman e Tversky (1979), Keller e Siegrist (2006), Singh (2010), Merkle e Weber (2014), Aren e Zengin (2016) e Bucciol e Zarri (2017);
- **Excesso de Confiança:** Barber e Odean (2001), Hirshleifer (2001), Hilary e Menzly (2006), Chen *et al.* (2007), Deaves *et al.* (2009), Grinblatt e Keloharju (2009), Hackbarth (2009), Adam *et al.* (2015) e Huang *et al.* (2016);
- **Otimismo:** Singh (2010), Campbell *et al.* (2011), Antoniou *et al.* (2013), Campbell (2014), Arif e Lee (2014), Kuhnen (2015) e Kuo *et al.* (2015).

Todas as heurísticas e vieses originam-se de mecanismos cerebrais envolvidos no processo decisório e que foram representados de forma sintética pelos revolucionários conceitos mutuamente complementares de “Sistema 1” (automático, rápido, intuitivo, em grande parte inconsciente e muito vulnerável a vieses) e “Sistema 2” (voluntário, relativamente lento, racional, consciente, analítico e responsável pelo autocontrole e por cálculos complexos) introduzidos por Stanovich e West (2000). Tal contribuição teórica, também oriunda da Psicologia – a partir de estudos como o de Epstein (1994) e sua *Cognitive-Experiential Self-Theory* (CEST) que criou as ideias de “sistema experiencial” e “sistema racional” – representa um dos pilares de Finanças Comportamentais, reconhecida e utilizada inclusive por obras renomadas na área como Thaler e Sunstein (2008) e, sobretudo, Kahneman (2011).

Kahneman (2011) cita estudos que revelam haver indivíduos (denominados “preguiçosos”) mais inclinados a aceitar decisões tomadas exclusivamente pelos seus Sistemas 1 – e, como consequência, são mais sujeitos a cometerem erros – e há outros (denominados “engajados”), nos quais os seus Sistemas 2 assumem um protagonismo maior – estes são naturalmente menos sujeitos a erros de tomada de decisão.

Stanovich (2011) sumariza o resultado de décadas de estudo, cujo cerne relevante para os propósitos deste estudo é constituído pela observação de que “inteligência” e “racionalidade” são fenômenos distintos e pertencentes a “mentes” que coexistem no “Sistema 2”.

A “inteligência” refere-se a pensamentos lentos, analíticos e complexos. Pessoas inteligentes costumam se destacar em testes convencionais de Q.I. Já a “racionalidade” refere-se a pensamentos reflexivos e à capacidade de mitigar o cometimento de erros cognitivos. Ela coincide com o conceito de “reflexão cognitiva” (a capacidade ou disposição de resistir a relatar a resposta que primeiro vem à mente) medida pelo *Cognitive Reflection Test* (CRT) proposto por Frederick (2005).

Além disso, Pacini e Epstein (1999) demonstraram que a “racionalidade” pode ser avaliada por uma versão melhorada do *Rational-Experiential Inventory* (REI) por meio da mensuração dos estilos de pensamento racional e experiencial. Experimentos realizados revelaram que testes de “racionalidade” são medidores superiores da vulnerabilidade a vieses do que testes convencionais de Q.I.

Esse aprofundamento por Stanovich (2011) do entendimento sobre o conceito pioneiro e fundamental de “racionalidade limitada” de Simon (1957) representa um avanço significativo não apenas para as áreas de Psicologia e de Finanças Comportamentais, mas também para as Ciências Sociais em geral.

3. METODOLOGIA

De acordo com a classificação empregada por Creswell (2003), esta pesquisa pode ser tipificada como sendo qualitativa e exploratória. Como o seu objetivo é desenvolver um novo conjunto de variáveis para segmentação de investidores individuais (pessoas físicas) atuais e potenciais em previdência complementar aberta, buscou-se aqui levantar tanto o que a Ciência já produziu a esse respeito – materializado pelos artigos publicados e citados neste artigo, com destaque para os de caráter normativo (prescritivo) sobre abordagens de segmentação – quanto identificar as práticas reais e contemporâneas de mercado (reveladas pelo estudo de casos múltiplos aqui empreendido, constituindo a parcela descritiva desta pesquisa). Portanto, ela empregou de forma complementar uma abordagem normativa e uma abordagem descritiva, respectivamente.

Foram aqui seguidos preceitos fundamentais de “*engaged scholarship*” advogados por Van de Ven (2007), tanto em seus meios – ao envolver “praticantes” (neste caso, executivos de mercado) na concepção da pesquisa e também no fornecimento de informações relevantes durante a sua realização – quanto em seus fins, ao objetivar desenvolver conhecimento que contribua de forma relevante tanto para a Ciência quanto para as práticas cotidianas nas organizações.

Em termos de estratégia, esta pesquisa optou pelo estudo de casos múltiplos para explorar a realidade prática e, a partir da sua compreensão e em linha com o preconizado por Yin (2001), elaborar proposições teóricas mais robustas do que as derivadas de um único caso. A técnica analítica adotada foi a “síntese de casos cruzados” com a abordagem de comparação de casos, neste estudo compreendendo cinco empresas do mercado brasileiro de previdência complementar aberta.

A revisão bibliográfica previamente realizada permitiu compreender o tema sob a ótica teórica, identificar as técnicas de segmentação de investidores mais promissoras para a finalidade deste estudo e subsidiar a elaboração de um roteiro de entrevistas semiestruturadas que priorizasse os tópicos mais relevantes, mas sem dificultar a incorporação de outros que porventura surgissem espontaneamente ao longo de cada entrevista. Esse roteiro contemplou perguntas referentes a diversos tópicos relevantes referentes às práticas atualmente utilizadas por cada empresa: objetivos e escopo – com perguntas baseadas em Deccax e Campani (2019)–; variáveis demográficas e psicográficas consideradas, procedimentos, dificuldades enfrentadas, resultados auferidos e oportunidades de melhoria –com perguntas baseadas nos estudos citados nas tabelas 2 e 3 –; e importância para o negócio da empresa e diferenciais em relação ao mercado como um todo, com perguntas baseadas em Jakitas e Nascimento (2019). Adicionalmente, foram também incluídas perguntas sobre a percepção da importância dessa atividade, sobre as práticas adotadas na concorrência, o grau de maturidade dela no mercado brasileiro e na empresa do entrevistado – com perguntas baseadas em Deccax e Campani (2019)–; e as similaridades e divergências entre os concorrentes e a própria empresa do entrevistado, com perguntas baseadas nos estudos citados nas tabelas 2 e 3.

A escolha das cinco empresas do mercado brasileiro de previdência complementar aberta para a realização deste estudo de casos múltiplos foi realizada em conjunto com a Brasilprev, que prestou apoio financeiro e técnico a esta pesquisa por meio da Cátedra Brasilprev em Previdência. Na seleção desta amostra foram empregados os seguintes critérios: representatividade de cada empresa em cada um dos diferentes segmentos relevantes do mercado brasileiro de previdência complementar aberta; relevância (em termos financeiros ou de práticas inovadoras) nesse mercado como um todo; e acessibilidade (disponibilidade e interesse em participar da pesquisa).

As quatro empresas selecionadas (além da Brasilprev) foram convidadas formalmente por *e-mail* a participarem de forma voluntária, o que foi facilitado pelo relacionamento já existente entre si no âmbito da Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (FenaPrevi). Nesse convite foi assegurada a confidencialidade (a não identificação pública e individualizada dos executivos entrevistados) e a discussão dos resultados alcançados, antes da sua publicação, entre os pesquisadores e os executivos das empresas participantes.

As entrevistas em profundidade foram agendadas e realizadas presencialmente nos escritórios das próprias empresas participantes. Foram realizadas entrevistas utilizando-se o roteiro supracitado e previamente elaborado, perfazendo um total de 255,33 minutos de gravação e conforme sumarizado pela Tabela 4.

Tabela 4

Entrevistas Realizadas

Empresa	Local da Entrevista	"Duração (min)"
Bradesco	São Paulo / SP	47,27
Brasilprev	São Paulo / SP	56,58
Guide	São Paulo / SP	48,47
Sulamérica	São Paulo / SP	45,73
Zurich Santander	São Paulo / SP	57,28
Total		255,33

Nota. Fonte: elaboração dos próprios autores.

A transcrição de tais entrevistas resultou em mais de 42 mil palavras que foram analisadas por meio do método de Análise Qualitativa de Conteúdo e com o objetivo de interpretar o significado do conteúdo obtido (Hsieh e Shannon, 2005). Para isso, os trechos selecionados nas transcrições foram agrupados por similaridade e posteriormente codificados levando-se em conta os conceitos previamente extraídos da revisão bibliográfica precedente.

Ao final, os resultados obtidos foram apresentados pelos pesquisadores e discutidos em um encontro presencial conjunto com executivos de todas as empresas participantes. O produto final foram resultados refinados, validados, aprofundados e ampliados, os quais são apresentados na seção a seguir.

4. RESULTADOS

O agrupamento realizado de trechos relevantes das transcrições de entrevistas e dos aspectos em comum correlatos identificados e explicitados pelos executivos entrevistados resultou em 17 tópicos, dos quais quatro referentes ao mercado de previdência complementar aberta como um todo, e os 13 restantes às empresas que atuam no mesmo e pertencentes à amostra desta pesquisa (Tabelas 5 e 6):

Tabela 5
Tópicos e Aspectos Relativos ao Mercado de Previdência Complementar

Tópico	Aspectos Principais
Barreiras comportamentais para a expansão do mercado de previdência	<p>“(1) Conhecimento limitado de Finanças, agravado pela complexidade dos produtos de previdência.</p> <p>(2) Preconceito decorrente de desconhecimento sobre Previdência.</p> <p>(3) Imediatismo (viés do presente), agravado pela falta de autodisciplina e de “cultura de poupança” no Brasil.</p> <p>(4) Comparação indevida de previdência com outros produtos financeiros, erroneamente a encarando apenas como investimento.</p> <p>(5) Percepção negativa sobre o setor bancário.</p> <p>(6) Pouca visibilidade dos benefícios do “produto previdência”.”</p>
Potencial e oportunidades para a expansão do mercado de previdência	<p>“(1) Previdência é um produto com enorme potencial de mercado pela sua baixa penetração no Brasil e pela sua amplitude e versatilidade, além do seu aprimoramento ao longo dos anos.</p> <p>(2) As seguintes ações poderiam contribuir para a expansão do mercado:</p> <p>(a) Campanhas educacionais, complementando a publicidade gratuita com a Reforma da Previdência;</p> <p>(b) Retificação de informações equivocadas disseminadas no mercado; e</p> <p>(c) Aprimoramento das práticas comerciais para reduzir as “previdências malfeitas”.”</p> <p>(3) Há oportunidade de crescimento via uso mais intensivo de tecnologia, inclusive para monitoramento do tipo de informação que o cliente busca.</p> <p>(4) Existe potencial de expansão do mercado via “2ª onda da previdência”, focando no cliente pequeno que está começando a poupar e que visa o longo prazo para complementar a aposentadoria pública.</p> <p>(5) Há potencial de crescimento nas novas gerações, que são mais “conscientes”. Novos produtos de previdência poderiam induzir comportamentos, como por exemplo fazerem os pais destinarem parte das “mesadas” pagas aos filhos à previdência.</p> <p>(6) Uma ação adicional para expandir o mercado seria o emprego de mecanismos de Propaganda e de Marketing para também induzir comportamentos, assim complementando e reforçando as “ações educacionais”.</p> <p>(7) Poderiam ser lançados produtos que associem poupança a consumo, como por exemplo a destinação a um produto de previdência de um percentual de toda compra efetuada com cartão.</p> <p>(8) Seria promissor explorar o “ecossistema” direta e indiretamente relacionado a previdência.”</p>
Importância de segmentação de clientes potenciais e atuais para os concorrentes e as suas práticas	<p>“(1) Em corretoras e plataformas, a segmentação é pouco realizada. Nestas, apenas as campanhas comerciais são segmentadas.</p> <p>(2) A parte do mercado que se preocupa em segmentar os clientes para atendê-los melhor está tratando com prioridade a Comunicação segmentada em detrimento da obtenção de informações.”</p>
Maturidade do mercado brasileiro em ambas as segmentações	<p>“(1) O mercado brasileiro possui, de forma geral, um nível de maturidade “incipiente” ou “entre incipiente e mediana” em termos de segmentação demográfica e psicográfica de clientes e de não clientes.</p> <p>(2) O mercado carece da análise comportamental dos clientes e de um entendimento adequado das necessidades de previdência dos mesmos.”</p>

Nota. Fonte: elaboração dos próprios autores.

Tabela 6

Tópicos e Aspectos Relativos às Empresas de Previdência Complementar

Tópico	Aspectos Principais
Procedimentos de captação e de segmentação de clientes potenciais	<p>“(1) Os seguintes procedimentos e instrumentos de captação são empregados:</p> <p>(a) Agências apoiadas por estruturas remotas.</p> <p>(b) Outros canais (corretoras de mercado, agentes autônomos, canal digital etc.).</p> <p>(c) Relacionamento com os clientes.</p> <p>(d) Educação financeira.</p> <p>(e) Modelos de propensão a investir.</p> <p>(2) A segmentação realizada considera as seguintes variáveis:</p> <p>(a) Renda, patrimônio e capital para investir.</p> <p>(b) Histórico de relacionamento.</p> <p>(c) Benefícios esperados e objetivos ao investir.</p> <p>(d) Idade.</p> <p>(e) API (Análise de Perfil do Investidor) do banco.</p> <p>(f) Horizonte de investimento.</p> <p>(g) Aversão a risco.”</p>
Resultados com a captação e a segmentação de clientes potenciais	<p>“(1) Crescimento expressivo dos ativos.</p> <p>(2) Base de clientes estável ou em crescimento.</p> <p>(3) Tendência futura de crescimento menos expressivo dos ativos.</p> <p>(4) Tendência futura de crescimento maior da base de clientes.”</p>
Procedimentos de segmentação de clientes atuais	<p>“(1) Não há um processo estruturado e recorrente de avaliar quais clientes estão desenquadrados pela API (Análise de Perfil do Investidor) “genérica” do banco.</p> <p>(2) A segmentação realizada considera as seguintes variáveis:</p> <p>(a) Renda, patrimônio e capital para investir.</p> <p>(b) Histórico de relacionamento.</p> <p>(c) Benefícios esperados e objetivos ao investir.</p> <p>(d) Idade.</p> <p>(e) API (Análise de Perfil do Investidor) do banco.</p> <p>(f) Propensão a resgatar o capital já investido.</p> <p>(3) Há uma falta de acompanhamento do “ciclo de vida” do cliente para assegurar que o produto continua atendendo às suas necessidades.”</p>
Resultados com a segmentação de clientes atuais	<p>“(1) Há muita oportunidade para evoluir no relacionamento e na fidelização do cliente, assessorando-o ao longo do ciclo de vida do produto.</p> <p>(2) A previdência privada possui diversos atributos que se bem entendidos podem agregar um enorme valor para os clientes ao longo da sua jornada. Trata-se de um produto que, em tese, pode acompanhar o cliente por toda sua vida (desde plano júnior, acumulação, “desacumulação” e sucessão).”</p>
Importância de ambas as segmentações para o negócio da empresa	<p>“(1) A importância é fundamental por permitir tratar os clientes atuais e potenciais de forma diferenciada, fornecendo “soluções” e não apenas “fazendo uma venda”.</p> <p>(2) Além de a concorrência estar mais acirrada, os investimentos também se tornaram mais sofisticados e complexos. Do outro lado, os investidores dispõem de mais informações e estão mais exigentes.”</p>
Desafios e dificuldades na segmentação de clientes potenciais e atuais	<p>“(1) Obter e manter atualizadas as informações (financeiras, comportamentais etc.) do cliente.</p> <p>(2) Assegurar a veracidade das informações (comportamentais, sobretudo) prestadas pelo cliente.</p> <p>(3) A verificação atualmente realizada de “suitability” não é específica para previdência.</p> <p>(4) Efetivamente segmentar e diferenciar os clientes, pois no mercado predomina (com exceção do destinado aos clientes de alta renda) um “tratamento padrão”.</p> <p>(5) Para determinado público, questões técnicas e racionais não surtirão efeito. O caminho é pela percepção. Para isso é importante conhecê-lo e estar próximo.</p> <p>(6) O mercado “simplificou” a previdência privada como uma simples variante de fundo de investimento tradicional. Desconstruir esta percepção de “meia verdade”, onde o lado verdadeiro do argumento dá a verossimilhança e o respaldo para a parte falaciosa, é trabalhoso. Isto em parte explica o tratamento para previdência idêntico ao de outros produtos de investimentos.</p> <p>(7) A segmentação hoje se dá mais no que tange ao custo do que o produto final oferecido, seja no produto propriamente dito ou no serviço prestado.</p> <p>(8) A verificação de “suitability” de previdência poderia ser complementar à atual verificação de “suitability” realizada pelos bancos, para evitar “mais uma burocracia” (na visão do cliente) na hora de realizar seus investimentos.”</p>

Tabela 6

Cont.

Tópico	Aspectos Principais
Oportunidades de melhoria na segmentação de clientes potenciais e atuais	<p>“(1) Ter mais acesso a informações financeiras reais do cliente, obter mais informações comportamentais fidedignas do mesmo e incrementar a digitalização.</p> <p>(2) Criar uma API (Análise de Perfil do Investidor) específica para previdência.</p> <p>(3) Ampliar o número de variáveis empregadas na segmentação, como p.ex. “perfil familiar” (número de dependentes e de fontes de renda etc.).</p> <p>(4) Substituir as APIs (Análises de Perfil do Investidor) de classificação que são autodeclaratórias, gerando distorções como o mesmo cliente ser classificado de forma diferente.</p> <p>(5) Utilizar dados de outras fontes que não os clientes, tanto de fontes externas (CAGED, LinkedIn etc.) quanto internas (perfil de gastos e investimentos etc.).</p> <p>(6) Aumentar os “touch points” com os clientes para reavaliar os seus perfis, prover conteúdo, apresentar outras opções de investimento etc.”</p>
Comparativo da sua empresa versus os seus concorrentes em ambas as segmentações	<p>“(1) Profissionais de plataformas atendem melhor por terem mais conhecimento. Corretores de seguros e varejo em geral vendem mal produtos de previdência por falta de conhecimento e por terem leque muito amplo de produtos.</p> <p>(2) A curadoria de corretoras e de plataformas junto à força de vendas é mais bem feita.</p> <p>(3) A estabilidade acima do mercado dos gerentes do banco aumenta vínculo, confiança e nível de conhecimento sobre os clientes.</p> <p>(4) “Estamos na média do mercado”.</p> <p>(5) Podemos estar passando por um momento de troca de estrutura de mercado (2ª onda previdenciária): de oligopólio para competição monopolística. A forma de se buscar diferenciar pode ser via: (i) baixo custo ou (ii) através da percepção diferenciada de valor.</p> <p>(6) Num mundo em constante transformação e na era digital, onde o cliente é cada vez mais informado, cabe darmos a ele o maior nível de diversificação através da sofisticação. Sofisticação esta que deve lhe ser entregue com conhecimento específico de produtos de mercado, fundos de investimentos e argumentos críveis para continuar como cliente.</p> <p>(7) Diferenciar é a forma de atrair ou manter receitas, sem precisar mexer na TAF (Taxa de Administração Financeira). Essa diferenciação pode se dar pela mudança de percepção. Se isso é feito e o cliente não percebe distinção, vira custo. Para isso, deve-se trabalhar para atender as necessidades reais do cliente e como fazê-lo percebê-las.</p> <p>(8) Muitas das declarações das empresas sobre atendimento ao cliente não se verificam na prática pois, a despeito do nível de conhecimento do “vendedor”, existem outros interesses no processo que acabam se sobrepondo aos interesses dos clientes. Normas de “suitability” e conduta são imprescindíveis para uma mudança significativa neste cenário.”</p>
Aspectos positivos da sua empresa na segmentação de clientes potenciais e atuais	<p>“(1) Atuação com foco em “assessoria especializada”, buscando entender a vida financeira do cliente e atender às suas reais necessidades.</p> <p>(2) Conduta ética e respeitando o perfil do cliente, não oferecendo produtos contrários aos seus interesses.</p> <p>(3) Um dos principais diferenciais da concorrência se dá pelo atendimento exclusivo. Para se proteger e atacar, dispor de consultores de 1ª linha (advisors) capacitados para atender sofisticadamente os clientes gerando valor agregado em serviços e enaltecendo a marca da EAPC (Entidade Aberta de Previdência Complementar), dando ênfase no atendimento e se aproximando do cliente através de pontos de contato periódicos (checkpoints).</p> <p>(4) A melhor forma de se tangibilizar o produto previdência é através da disponibilização de informações transparentes, adequadas, inteligíveis e periódicas aos clientes, além de uma assessoria constante para que ele se sinta amparado nessa jornada e possa ter tempo hábil para uma eventual correção de rota.”</p>
Variáveis demográficas empregadas pela sua empresa em ambas as segmentações	<p>“(1) Estado civil.</p> <p>(2) Gênero.</p> <p>(3) Histórico de consumo de produtos financeiros.</p> <p>(4) Idade.</p> <p>(5) Nível de renda.</p> <p>(6) Nível educacional.</p> <p>(7) Ocupação profissional (variável muito importante).</p> <p>(8) Volume do investimento.”</p>

Tabela 6
Cont.

Tópico	Aspectos Principais
Variáveis psicográficas empregadas pela sua empresa em ambas as segmentações	“(1) Atitudes financeiras e percepções. (2) Comportamentos, intenções e interesses. (3) Conhecimento de finanças. (4) Aversão a riscos.”
Outras variáveis psicográficas e demográficas empregadas pela sua empresa em ambas as segmentações	“(1) Utilizamos a API (Análise de Perfil do Investidor) de verificação de “suitability” não específica para previdência. Utilizamos também um questionário de perfil psicológico. (2) Se é investidor, tomador de empréstimos ou híbrido dentro do banco. (3) Se é um cliente com alguma restrição (“negativado”, politicamente exposto, com algum problema judicial, etc.). (4) O “objetivo do investimento” poderia auxiliar, por exemplo, no assessoramento ao longo do ciclo de vida do produto e a entrega de soluções ao cliente.”
Maturidade da sua empresa em ambas as segmentações	Manifestado, de forma unânime, pelos executivos entrevistados: percepção de que a sua empresa encontra-se, atualmente, em um nível intermediário de maturidade em termos de práticas de segmentação.

Nota. Fonte: elaboração dos próprios autores.

A tabela a seguir (Tabela 7) detalha a análise comparativa entre a literatura considerada por esta pesquisa e os seus achados empíricos .

A partir dos resultados acima, emerge um panorama bastante diversificado de práticas de segmentação de clientes potenciais e atuais entre as empresas estudadas e atuantes no Brasil, com um nível de maturidade geral predominantemente incipiente e havendo uma clara carência de análise comportamental dos clientes e de um entendimento adequado das suas necessidades de previdência. Adicionalmente, a segmentação é relativamente restrita às campanhas comerciais e de Comunicação.

Isto é, de certa forma, surpreendente e incoerente, pois as empresas participantes reconhecem a grande importância da segmentação para viabilizar o tratamento diferenciado dos clientes atuais e potenciais e como algo necessário para lidar com um mercado mais competitivo, investimentos mais sofisticados e complexos e investidores mais exigentes.

Há numerosas e significativas barreiras comportamentais presentes nos clientes potenciais e atuais e reconhecidas para a expansão do mercado de previdência, porém essas barreiras não são adequadamente enfrentadas e mitigadas pelas empresas. Por outro lado, há várias oportunidades de ação vislumbradas por essas mesmas empresas para expansão do mercado de previdência aberta e a segmentação, e outros mecanismos comportamentais são vistos como ferramentas para alavancar a exploração do potencial de crescimento desse mercado.

São variados os procedimentos de segmentação adotados pelas empresas estudadas, tanto em termos dos instrumentos utilizados e das variáveis de segmentação consideradas quanto em relação aos seus objetivos e resultados. O aspecto comum principal que acaba se destacando é o significativo potencial para aprimoramento (e das ações entendidas como promissoras para isso) e, como consequência, para incremento na captação, na fidelização e na rentabilização de clientes. Os desafios e dificuldades também são expressivos, contribuindo para o quadro atual predominante de utilizar um “tratamento padrão” para a maioria dos clientes potenciais e atuais.

5. CONCLUSÕES

A segmentação de investidores individuais, inclusive no mercado de previdência complementar, representa uma atividade de grande relevância e potencial de geração de resultados, conforme

Tabela 7
Quadro Comparativo entre Literatura e Achados Empíricos deste Estudo

Tema da Literatura	Achados Empíricos deste Estudo	Comparação e Análise
Aspectos comportamentais em previdência	Barreiras comportamentais para a expansão do mercado de previdência	<p>“As barreiras comportamentais percebidas pelos entrevistados corroboram parcial ou totalmente os resultados dos estudos de Bongini e Cucinelli (2019), Van Rooij et al. (2011), Harrison et al. (2006), Sourdin (2008) e Ongena e Zalewska (2018), mas não os de Cobb-Clark et al. (2016), Gourinchas e Parker (2002), Finke e Huston (2013), Dahlquist e Martinez (2015), Benartzi e Thaler (2002), Gürdal et al. (2017) e Hauff (2014).</p> <p>Portanto, foi evidenciado que os executivos entrevistados desconhecem uma ampla gama de barreiras comportamentais, já identificadas pela literatura, que limitam a expansão do mercado de previdência.”</p>
Aspectos comportamentais em previdência	Potencial e oportunidades para a expansão do mercado de previdência	<p>“Os entrevistados vislumbraram um conjunto de ações possíveis para a expansão do mercado de previdência que contempla as recomendadas por Reyers et al. (2015) e Mitchell e Utkus (2006) mais também inclui muitas outras não identificadas pela literatura. Neste aspecto, há indícios de possíveis lacunas a serem preenchidas pelos estudos científicos.”</p>
Segmentação de investidores	Variáveis demográficas e psicográficas empregadas pela sua empresa em ambas as segmentações	<p>“Segundo os entrevistados, as seguintes variáveis já empregadas com sucesso por diferentes estudos em segmentação de clientes de serviços financeiros ainda não são utilizadas pelas empresas nas quais trabalham na segmentação de investidores atuais e potenciais em previdência: Etnia ou Cultura, Benefícios e Valores Pessoais. Por outro lado, a maioria das variáveis já empregadas na literatura já é usada na prática pelas empresas estudadas, porém com níveis variáveis de eficácia.</p> <p>Diante deste quadro, é possível constatar um elevado nível de alinhamento entre os estudos científicos e as práticas de mercado.”</p>
Finanças Comportamentais	Variáveis psicográficas empregadas pela sua empresa em ambas as segmentações	<p>“Segundo os entrevistados, apenas a variável psicográfica “Aversão a Riscos” oriunda da literatura de Finanças Comportamentais é utilizada pelas empresas nas quais trabalham na segmentação de investidores atuais e potenciais em previdência. As variáveis “Excesso de Confiança”, “Otimismo” e “Racionalidade” não são utilizadas.</p> <p>Portanto, fica claro que há uma significativa oportunidade para as empresas que atuam neste mercado aprimorarem as suas práticas de segmentação de clientes.”</p>

Nota. Fonte: elaboração dos próprios autores.

demonstrado pela literatura encontrada e também enfaticamente reconhecido pelos executivos entrevistados.

Há uma relativa escassez de artigos e uma disparidade de abordagens, tanto em relação às documentadas pela teoria quanto às efetivamente empregadas pelo mercado, sobre esse tema específico. O fato de a pesquisa de Gough e Sozou (2005) ter sido a única encontrada sobre segmentação de investidores em planos de previdência, conjugado à revelação nas entrevistas realizadas de que o nível de maturidade das práticas de mercado hoje no Brasil ser percebido como entre “incipiente” e “intermediário” revela que existem oportunidades de aprimoramento teórico e prático nesse tema.

Tais oportunidades de aprimoramento teórico e prático são corroboradas pela descoberta de que tanto a literatura quanto as práticas de mercado identificadas por este estudo empregam de forma muito limitada conceitos valiosos e comprovadamente pertinentes da crescentemente reconhecida área de Finanças Comportamentais. O mais promissor deles, pela sua capacidade de síntese da vulnerabilidade a um amplo universo de heurísticas e de vieses identificados por tal área, é o de “racionalidade” segundo os preceitos de Stanovich (2011).

As significativas barreiras comportamentais para a expansão do mercado de previdência reconhecidas pelos executivos entrevistados e também evidenciadas por diversos estudos citados neste artigo reforçam o efeito prático deletério nesse mercado de heurísticas e vieses reiteradamente comprovados por estudos de Finanças Comportamentais em geral. E, sobretudo, realçam a necessidade da utilização de instrumentos dessa área – tais como os prescritos por Reyers *et al.* (2015) e Mitchell e Utkus (2006) especificamente para previdência complementar – que já teve quatro acadêmicos agraciados com o Prêmio em Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel, o último dos quais (Richard H. Thaler, em 2017) é autor da seguinte frase que reforça o valor e o potencial desses instrumentos: “A maior lição é que, assim que se percebe um problema comportamental, é possível inventar uma solução comportamental para ele.”

A revisão bibliográfica realizada no âmbito deste estudo e os relevantes aspectos do mercado de previdência complementar no Brasil revelados pelas entrevistas realizadas constituem um poderoso balizador para a proposição de um novo conjunto de variáveis para segmentação de investidores individuais (pessoas físicas) atuais e potenciais em previdência complementar aberta. A literatura analisada demonstra que o emprego de uma abordagem híbrida, conjugando características psicográficas e demográficas, é a mais promissora.

Essa abordagem híbrida poderia se materializar em um conjunto de variáveis para segmentação que utilizasse as seguintes variáveis obtidas através de um questionário elaborado para esse propósito específico:

- **Variáveis demográficas:**

- (a) Estado civil;
- (b) Gênero;
- (c) Idade;
- (d) Nível educacional;
- (e) Formação acadêmica;
- (f) Previdências pública e privada nas quais é atualmente beneficiário ou investidor;
- (g) Histórico de consumo de produtos financeiros;
- (h) Volume de investimento;
- (i) Ocupação profissional; e
- (j) Nível de renda.

- **Variáveis psicográficas:**

- (a) Comportamentos e intenções, de acordo com os conceitos empregados por Gough e Sozou (2005);
- (b) Conhecimento financeiro sobre previdência, de acordo com os conceitos empregados por Hauff (2014);
- (c) Aversão a riscos, de acordo com os conceitos empregados por Hauff (2014); e
- (d) Racionalidade, medida pelo *Cognitive Reflection Test* (CRT) proposto por Frederick (2005).

Esta abordagem aqui proposta não contempla a denominada “segmentação por benefícios” porque os estudos encontrados – Minhas e Jacobs (1996), Alfansi e Sargeant (2000) e Machauer e Morgner (2001) – a aplicaram em clientes de produtos bancários, com os “benefícios percebidos” considerados e identificados não sendo aplicáveis à segmentação de investidores em planos de previdência. Minhas e Jacobs (1996), por exemplo, identificaram 8 “benefícios percebidos” – serviços personalizados, investimento, *limited banking*, dinheiro acessível, cartão de débito, consultoria, gestão de recursos e *full banking* – que são específicos de produtos bancários.

A continuidade natural desta pesquisa é o desenvolvimento de um questionário em conformidade com a proposição acima e a sua aplicação numa amostra estatisticamente representativa e a análise dos dados ameadados através de técnicas quantitativas. Como resultado final, poderá ser alcançado o objetivo maior de produzir um conjunto de variáveis para segmentação que contribua efetivamente para o amadurecimento de um mercado tão absolutamente relevante, econômica e socialmente, como o de previdência complementar.

As limitações deste estudo decorrem da sua natureza qualitativa e exploratória, sem almejar a generalização dos resultados obtidos ou a identificação de relações causais. Esses objetivos poderão ser alcançados, parcial ou totalmente, por futuras pesquisas, tais como a acima sugerida.

REFERÊNCIAS

- Adam, T. R., Fernando, C. S., & Golubeva, E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Banking & Finance*, 60, 195-208.
- Alfansi, L., & Sargeant, A. (2000). Market segmentation in the Indonesian banking sector: the relationship between demographics and desired customer benefits. *International Journal of Bank Marketing*.
- Andronikidis, A. I., & Dimitriadis, N. I. (2003). Segmentation of bank customers by utilising ethnic/cultural profile dimensions: A qualitative approach. *Journal of Marketing Management*, 19(5-6), 629-655.
- Ansell, J., Harrison, T., & Archibald, T. (2007). Identifying cross-selling opportunities, using lifestyle segmentation and survival analysis. *Marketing Intelligence & Planning*.
- Antolin, P., Despalins, R., & Payet, S. (2019, maio). *Pension Funds in Figures*. Acesso em 29 agosto de 2019, em <https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2019.pdf>
- Antoniou, C., Doukas, J. A., & Subrahmanyam, A. (2013). Cognitive dissonance, sentiment, and momentum. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 245-275.
- Aren, S., & Zengin, A. N. (2016). Influence of financial literacy and risk perception on choice of investment. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 235, 656-663.
- Arif, S., & Lee, C. M. (2014). Aggregate investment and investor sentiment. *The Review of Financial Studies*, 27(11), 3241-3279.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2002). How much is investor autonomy worth?. *The Journal of Finance*, 57(4), 1593-1616.
- Bongini, P., & Cucinelli, D. (2019). University students and retirement planning: never too early. *International Journal of Bank Marketing*.

- Buccioli, A., & Zarri, L. (2017). Do personality traits influence investors' portfolios?. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 68, 1-12.
- Campbell, T. C. (2014). CEO optimism and the board's choice of successor. *Journal of Corporate Finance*, 29, 495-510.
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712.
- Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(4), 425-451.
- Cobb-Clark, D. A., Kassenboehmer, S. C., & Sinning, M. G. (2016). Locus of control and savings. *Journal of Banking & Finance*, 73, 113-130.
- Creswell, J. W. (2003). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. Sage publications.
- Dahlquist, M., & Martinez, J. V. (2015). Investor inattention: a hidden cost of choice in pension plans?. *European Financial Management*, 21(1), 1-19.
- Deaves, R., Lüders, E., & Luo, G. Y. (2008). An experimental test of the impact of overconfidence and gender on trading activity. *Review of Finance*, 13(3), 555-575.
- Deccax, R. A., & Campani, C. H. (2019). Investor segmentation: how to improve current techniques by incorporating behavioural finance concepts?. *International Journal of Economics and Business Research*, 18(1), 31-48.
- Epstein, S. (1994). Integration of the cognitive and the psychodynamic unconscious. *American Psychologist*, 49(8), 709.
- Finke, M. S., & Huston, S. J. (2013). Time preference and the importance of saving for retirement. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 89, 23-34.
- Foscht, T., Maloles, C., Schloffer, J., & Chia, S. L. (2010). Banking on the youth: the case for finer segmentation of the youth market. *Young Consumers*.
- Frederick, S. (2005). Cognitive reflection and decision making. *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 25-42.
- Fünfgeld, B., & Wang, M. (2009). Attitudes and behaviour in everyday finance: evidence from Switzerland. *International Journal of Bank Marketing*.
- Gallo, G., Torricelli, C., & Van Soest, A. (2018). Individual heterogeneity and pension choices: Evidence from Italy. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 148, 260-281.
- Gough, O., & Sozou, P. D. (2005). Pensions and retirement savings: cluster analysis of consumer behaviour and attitudes. *International Journal of Bank Marketing*.
- Gourinchas, P. O., & Parker, J. A. (2002). Consumption over the life cycle. *Econometrica*, 70(1), 47-89.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of Finance*, 64(2), 549-578.
- Gürdal, M. Y., Kuzubaş, T. U., & Saltoğlu, B. (2017). Measures of individual risk attitudes and portfolio choice: Evidence from pension participants. *Journal of Economic Psychology*, 62, 186-203.
- Hackbarth, D. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389-411.

- Harrison, T. S. (1994). Mapping customer segments for personal financial services. *International Journal of Bank Marketing*.
- Harrison, T., Waite, K., & White, P. (2006). Analysis by paralysis: the pension purchase decision process. *International Journal of Bank Marketing*.
- Hauff, J. C. (2014). Trust and risk-taking in a pension investment setting. *The International Journal of Bank Marketing*, 32(5), 408-428.
- Hilary, G., & Menzly, L. (2006). Does past success lead analysts to become overconfident?. *Management Science*, 52(4), 489-500.
- Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *The Journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.
- Hsieh, H. F., & Shannon, S. E. (2005). Three approaches to qualitative content analysis. *Qualitative Health Research*, 15(9), 1277-1288.
- Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110.
- Hunt, S. D. (2014). *Marketing Theory: Foundations, Controversy, Strategy, and Resource-advantage Theory: Foundations, Controversy, Strategy, and Resource-advantage Theory*. Routledge.
- IBGE (2019, 30 de agosto). *Projeção da população do Brasil e das Unidades da Federação*. <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>
- Jakitas, R., & Nascimento, T. (2019, 22 de julho). *Com crise econômica, previdência privada vive momento de estagnação*. Acesso em 29 agosto de 2019, em <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2019/07/22/com-crise-economica-previdencia-privada-vive-momento-de-estagnacao.htm>
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Macmillan.
- Kahneman, D.; & Tversky, A. (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47, no. 2, 263-91.
- Keller, C., & Siegrist, M. (2006). Money attitude typology and stock investment. *The Journal of Behavioral Finance*, 7(2), 88-96.
- Kuhnen, C. M. (2015). Asymmetric learning from financial information. *The Journal of Finance*, 70(5), 2029-2062.
- Kuo, W. Y., Lin, T. C., & Zhao, J. (2014). Cognitive limitation and investment performance: Evidence from limit order clustering. *The Review of Financial Studies*, 28(3), 838-875.
- Machauer, A., & Morgner, S. (2001). Segmentation of bank customers by expected benefits and attitudes. *International Journal of Bank Marketing*.
- Makgosa, R., Matenge, T., & Mburu, P. (2016). Hybrid segmentation in the financial services market: targeting saving consumers. *Family and Consumer Sciences Research Journal*, 44(4), 447-468.
- Merkle, C., & Weber, M. (2014). Do investors put their money where their mouth is? Stock market expectations and investing behavior. *Journal of Banking & Finance*, 46, 372-386.
- Minhas, R. S., & Jacobs, E. M. (1996). Benefit segmentation by factor analysis: an improved method of targeting customers for financial services. *International Journal of Bank Marketing*.
- Mitchell, O. S., & Utkus, S. P. (2006). How Behavioral Finance Can Inform Retirement Plan Design 1. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(1), 82-94.
- Muhamad, R., Melewar, T. C., & Alwi, S. F. S. (2012). Segmentation and brand positioning for Islamic financial services. *European Journal of Marketing*, 46(7-8), 900-921.

- Ongena, S., & Zalewska, A. A. (2018). Institutional and individual investors: Saving for old age. *Journal of Banking & Finance*, 92, 257-268.
- Pacini, R., & Epstein, S. (1999). The relation of rational and experiential information processing styles to personality, basic beliefs, and the ratio-bias phenomenon. *Journal of Personality and Social Psychology*, 76(6), 972.
- Reyers, M., Van Schalkwyk, C. H., & Gouws, D. G. (2015). Rational and behavioural predictors of pre-retirement cash-outs. *Journal of Economic Psychology*, 47, 23-33.
- Setti, R., & Sorima Neto, J. (2019, 11 de agosto). *Com reforma, 4 milhões de brasileiros devem aderir à previdência privada em cinco anos*. Acesso em 29 agosto de 2019, em <https://oglobo.globo.com/economia/com-reforma-4-milhoes-de-brasileiros-devem-aderir-previdencia-privada-em-cinco-anos-23869473>
- Simon, H. A. (1957). *Models of man: social and rational; mathematical essays on rational human behavior in society setting*. Wiley.
- Singh, R. (2010). Behavioural finance studies: emergence and developments. *Journal of Contemporary Management Research*, 4(2), 1.
- Sourdin, P. (2008). Pension contributions as a commitment device: Evidence of sophistication among time-inconsistent households. *Journal of Economic Psychology*, 29(4), 577-596.
- Stanley, T. O., Ford, J. K., & Richards, S. K. (1985). Segmentation of bank customers by age. *International Journal of Bank Marketing*.
- Stanovich, K. (2011). *Rationality and the reflective mind*. Oxford University Press.
- Stanovich, K. E., & West, R. F. (2000). Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate?. *Behavioral and Brain Sciences*, 23(5), 645-665.
- Thaler, R. H.; & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1975). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Utility, Probability, and Human Decision Making*, 185 (4157), 141-162.
- Van de Ven, A. H. (2007). *Engaged scholarship: A guide for organizational and social research*. Oxford University Press on Demand.
- Van Rooij, M. C., Lusardi, A., & Alessie, R. J. (2011). Financial literacy and retirement planning in the Netherlands. *Journal of Economic Psychology*, 32(4), 593-608.
- Yin, R. K. (2001). *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Bookman editora.

INFORMAÇÃO ADICIONAL

Esta pesquisa obteve apoio financeiro e técnico da Cátedra Brasilprev em Previdência e seus dois autores contribuíram igualmente, com o autor 1 contribuindo mais destacadamente na sua concepção e execução e o autor 2 mais destacadamente na sua revisão.

AGRADECIMENTOS

Ronaldo Deccax agradece à Brasilprev pelo suporte financeiro que sua pesquisa recebe por meio da Cátedra Brasilprev em Previdência.

Carlos Heitor Campani agradece às seguintes instituições pelo suporte financeiro que sua pesquisa recebe: Cátedra Brasilprev em Previdência, ENS (Escola de Negócios e Seguros), CNPq (Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico), FAPERJ (Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro) e Quantum Finance (Provedor de Dados).