

Asesoría en el mercado de valores: contexto colombiano y aplicaciones desde las finanzas comportamentales



amv
Autorregulador del Mercado de Valores
de Colombia



Universidad del
Rosario

Asesoría en el mercado de valores: contexto colombiano y aplicaciones desde las finanzas comportamentales

Alejandro J. Useche
Fernando Juárez



Disclaimer. Las opiniones contenidas en el presente documento son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen a AMV ni a su Consejo Directivo.

Alejandro J. Useche, DBA. Profesor Asociado, Escuela de Administración, Universidad del Rosario. Correo: alejandro.useche@urosario.edu.co

Fernando Juárez, PhD. Profesor Titular, Escuela de Administración, Universidad del Rosario. Correo: fernando.juarez@urosario.edu.co

- © 2020
- © Universidad del Rosario
- © Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia
- © Alejandro J. Useche, Fernando Juárez

SBN: 978-958-784-468-9
DOI: PENDIENTE XXX

Hecho en Colombia
Made in Colombia



Contenido

Presentación	5
1. Contexto normativo de la asesoría en el mercado de valores colombiano	7
1.1. Perfilamiento de productos	9
1.2. Perfilamiento de clientes	12
1.3. Análisis de conveniencia	13
1.4. Recomendaciones de inversión	14
2. Conozca a su cliente: análisis desde las finanzas comportamentales	17
3. Productos financieros según perfiles psicológicos y emocionales	30
Conclusiones	36
Referencias	37

Presentación

La asesoría de inversiones es una actividad profesional propia del mercado de valores, que cuenta con alta relevancia y creciente interés, dada su capacidad para contribuir con la protección a los inversionistas y el desarrollo de los mercados financieros. Diversos estudios han demostrado que una asesoría adecuada permite mejorar las elecciones financieras, teniendo efectos positivos de largo plazo sobre el valor y la estabilidad de los portafolios de inversión (ver Montmarquette & Viennot-Briot, 2015; Moreland, 2018; Winchester, Huston & Finke, 2011).

Esta actividad toma una relevancia mayor en un entorno cada vez más globalizado, interconectado y volátil, en el que el interés por los productos financieros va en aumento de la mano de mayores niveles de ingresos y de una mejor educación financiera de la población, particularmente en economías en desarrollo. Esto genera la necesidad de fortalecer los mecanismos para que los habitantes puedan tomar decisiones adecuadas con respecto a sus recursos, especialmente si son inversionistas no profesionales. En este sentido, nuevas corrientes como las denominadas *finanzas comportamentales* (*Behavioral Finance*) se unen hoy en día a los enfoques tradicionales para realizar procesos de asesoría más precisos, permitiendo elevar la calidad del perfilamiento de los clientes y de los análisis de conveniencia de los productos. De esta manera, las recomendaciones generadas serán relevantes en relación con los intereses y las necesidades particulares de cada cliente.

Con el fin de contribuir al desarrollo de la labor de asesoría en Colombia, el Autorregulador del Mercado de Valores —AMV— y la Universidad

del Rosario presentan este documento de revisión y reflexión, el cual se divide en cuatro partes. En la primera, se realiza un contexto normativo de la asesoría en el mercado colombiano, analizando los principales aspectos del Decreto 661 de 2018 en lo relacionado con el perfilamiento de productos financieros, el perfilamiento de clientes, el análisis de conveniencia y las recomendaciones de inversión. En la segunda parte se profundiza en las técnicas de perfilamiento de clientes, desde la teoría financiera tradicional y desde el enfoque de las finanzas comportamentales. La tercera parte se ocupa de desarrollar el análisis de conveniencia con base en elementos comportamentales que reflejan los perfiles psicológicos y emocionales de los clientes inversionistas. Finalmente, en la cuarta parte se dan unas consideraciones, a manera de conclusión.



1

Contexto normativo de la asesoría en el mercado de valores colombiano



Los lineamientos fundamentales para la actividad de asesoría en Colombia están definidos en el Libro 40 del Decreto Único 2555 de 2010. Tales disposiciones fueron adicionadas mediante el Decreto 661 de 2018, el cual se toma como base para el presente documento.

La asesoría financiera es la actividad profesional por medio de la cual se provee una recomendación específica y personalizada a un inversionista sobre la asignación de recursos en el mercado de valores. Así, no se considera como asesoría la simple entrega de información o la emisión de recomendaciones generales (Prieto, Caballero & Galindo, 2017). Actualmente, la asesoría financiera es una actividad propia del mercado de valores, que solamente pueden llevar a cabo las instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera, mediante los servicios de asesores, quienes son personas naturales expresamente autorizadas, inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores y certificadas específicamente para tal fin por el AMV (ver Autorregulador del Mercado de Valores, 17 de julio de 2018 y 4 de febrero de 2019).



Tomado del sitio Pxhere, <https://pxhere.com/es/photo/1448601>. Reproducido con permiso.

La asesoría se materializa en la recomendación profesional, que consiste en la orientación personalizada a un inversionista, de acuerdo con su perfil específico y de las características del producto sugerido, con el fin de brindarle una guía idónea, es decir, clara, precisa, pertinente, documentada y libre de conflictos de intereses. Por este motivo, se recomienda brindar al cliente análisis comparativos no solo de distintos productos, sino también de diferentes proveedores de los mismos, pues la información no debe limitarse a aquellos valores emitidos por la misma entidad asesora. La recomendación profesional no tiene carácter vinculante, sino que el cliente tiene plena libertad de aceptar o no las recomendaciones.

1.1. Perfilamiento de productos

Es deber del asesor financiero realizar un análisis detallado de los diferentes tipos de instrumentos y mecanismos de inversión disponibles en el mercado, con el fin de tener pleno conocimiento de sus rasgos y así poder brindar explicaciones y recomendaciones precisas a sus clientes. El perfil de un producto financiero consiste en la descripción detallada de sus características en términos de todas las variables que sean relevantes, como quién es su emisor, con qué respaldo cuenta, cuál es su tasa de rentabilidad esperada, de qué manera generará rendimientos, cuál es su grado de liquidez, qué plazo tiene al vencimiento, a qué riesgos está expuesto, qué activo subyacente está representando, cuáles son los costos en que se debe incurrir para su adquisición y posterior liquidación, qué tratamiento tributario recibe, cuál es su relación con otro tipo de activos y cuál es la normatividad que lo regula. Este perfil ha de ser revisado periódicamente por las entidades financieras y habrá de actualizarse cuando se presenten cambios en cualquiera de sus características.

El Decreto 661 de 2018 define una clasificación de productos en dos categorías, simples o complejos, al tiempo que otorga cierto grado de flexibilidad a las entidades financieras tanto en la categorización como para definir a qué perfil de inversionista resultaría conveniente.

Según dicho Decreto, un producto financiero será simple o complejo dependiendo principalmente de las siguientes características: a) la naturaleza de su estructura; b) sus riesgos y la facilidad para analizarlos; c) la facilidad de valoración (según la disponibilidad y la transparencia de la información que ello requiere); d) las limitaciones para liquidar el producto; e) la estructura de remuneración y f) la posible existencia de condiciones de protección del capital.

Adicionalmente, el Decreto 661 de 2018 establece la denominación de “productos universales” a aquellos fondos que son clasificados como productos simples y están dirigidos a cualquier clase de inversionista. En este caso en particular, no será necesaria la realización de un perfilamiento del cliente que desee invertir en tales fondos.

La Unidad de Regulación Financiera, Subdirección de Integridad de Mercados (2018) afirma que los productos complejos no son necesariamente más riesgosos para el inversionista, pero generalmente tienen estructuras y términos que hacen más difícil la comprensión de los diferentes riesgos asociados. De manera particular, la Financial Industry Regulatory Authority —FINRA, Autoridad Reguladora de la Industria Financiera— (2012) y la International Organization of Securities Commissions —IOSCO, Organización Internacional de Comisiones de Valores— (2013) reconocen como productos financieros complejos a los siguientes: a) aquellos cuyos términos, características y riesgos no sean convencionales; b) aquellos cuya valoración sea complicada y c) que tengan reducida liquidez en el mercado secundario, como es el caso de los derivados no estandarizados, los productos híbridos y las titularizaciones. A estos productos, la European Securities and Markets Authority —ESMA, Autoridad Europea de Valores y Mercados— (2014) agrega las opciones binarias, los contratos por diferencia y los turbos.

Adicionalmente, los productos complejos pueden resultar de la combinación de dos o más productos simples, llevando a que sus propiedades y resultados combinados sean diferentes de los que se obtendrían de forma individual. El estudio más reciente de IOSCO (2019) concluye que el



Tomado del sitio Pixabay, <https://pixabay.com/es/photos/calculadora-c%C3%A1lculo-seguro-385506/>.
Reproducido con permiso.

grado percibido de complejidad de un producto se correlaciona con el nivel de desarrollo del mercado financiero en cada país, es decir, que no debería haber una clasificación mundial uniforme.

Ahora bien, la clasificación de simple o complejo puede resultar ambigua, pues un producto simple para un profesional puede ser difícil de comprender para un cliente que no cuenta con suficientes conocimientos: es así como el grado de educación financiera de una población y su experiencia en el campo de las inversiones juegan un papel fundamental, principalmente en un entorno en el que la innovación financiera lleva a una rápida creación de nuevos productos financieros y a constantes desarrollos de nuevos canales tecnológicos para su negociación (Gaurav, Cole & Tobacman, 2011; LaPlante & Paradi, 2015; Rodrigues, Oliveira, Rodrigues & Costa, 2019).



Tomado del sitio Pxhere, <https://pxhere.com/es/photo/1163690>. Reproducido con permiso.

1.2. Perfilamiento de clientes

La tarea central de la asesoría financiera es conocer al cliente, pues de un proceso de perfilamiento adecuado dependen las recomendaciones de inversión que el asesor genere frente a los objetivos personales de su asesorado.

De acuerdo con el Decreto 661 de 2018, el perfilamiento de un cliente es la actividad orientada a evaluar de manera personalizada su situación financiera, sus objetivos de inversión, sus perspectivas y sus requerimientos particulares, de manera que se esté en capacidad de recomendarle los productos más convenientes para el logro de sus metas. El asesor debe basar su recomendación en la información que recopile directamente del cliente en cuanto, por lo menos, a su conocimiento y experiencia en el campo de las inversiones, sus objetivos, su nivel de tolerancia a los diversos riesgos, su capacidad de asumir eventuales pérdidas, al plazo deseado de su inversión, así como sobre su capacidad efectiva para llevar a cabo los aportes planeados y cumplir con posibles garantías.

Para Colombia se ha planteado, en concordancia con IOSCO (2013) y la Financial Conduct Authority —FCA, Autoridad de conducta financiera— (2014), una clasificación básica de calidad de los clientes, dividiéndolos en dos tipos: inversionista profesional y cliente inversionista, teniendo el mismo cliente la obligación de brindar la información requerida para ser clasificado en la calidad correspondiente (Decreto 661 de 2018, Artículos 2.40.1.2.1 y 2.40.2.1.1). El inversionista profesional puede gestionar adecuadamente los riesgos asociados a la inversión, debido a que posee conocimientos y experiencia, además de cumplir con otros criterios, mientras que el cliente inversionista es aquel que no cumple con dichos criterios (ver Decreto 2555, artículos 7.2.1.1.2, 7.2.1.1.3 y 7.2.1.1.4).

1.3. Análisis de conveniencia

Una vez realizado el perfilamiento del producto y el del cliente, el siguiente paso es encontrar las mejores coincidencias entre los dos. Tal proceso es denominado análisis de conveniencia, que, de acuerdo con el Decreto 661 de 2018, consiste en la evaluación realizada por la institución asesora con el fin de determinar cómo el perfil de los productos encaja con el perfil del cliente. La idoneidad del proceso de asesoría se fundamenta, precisamente, en realizar con todo detalle los perfilamientos del cliente y de los productos para ofrecer al inversionista únicamente aquellas alternativas que satisfagan específicamente sus necesidades, posibilidades e intereses (Joint Forum, 2008). En términos formales, el análisis de conveniencia no incluye la entrega de la recomendación al cliente, pero es la etapa previa a la asesoría en sí.

El Decreto 661 de 2018 determina la obligación de llevar un registro escrito, físico o electrónico, en el que conste el análisis de conveniencia realizado; este documento podrá ser solicitado por el cliente. El documento debe incluir la información relacionada con: a) clasificación y perfil del cliente; b) explicación del perfil del producto sugerido y del mercado objetivo; c) modalidad de la asesoría prestada (independiente o no independiente); d) recomendación profesional argumentada, comisiones, gastos y demás variables que influyan en el precio del producto y de la

asesoría; e) posibles conflictos de interés con el impacto de la misma, así como los métodos de mitigación, identificación y calidad de actuación del asesor; f) forma de vinculación con la institución; g) certificaciones profesionales y h) políticas de remuneración.

1.4. Recomendaciones de inversión

La parte culminante del proceso de asesoría es suministrar la recomendación personalizada al cliente, cumpliendo, en términos del Decreto 661 de 2018, con la debida atención del inversionista. Como se ha mencionado, es indispensable que las recomendaciones sean realmente personalizadas, ya que en el campo de las inversiones no hay una *talla única* (Foerster, Linnainmaa, Melzer & Previtro, 2019; Luther, Coleman, Kelkar & Foudray, 2018; Winchester & Huston, 2015). Al tiempo es necesario que busquen cumplir, de la mejor forma, los objetivos de los inversionistas, tal como se ha estipulado en Estados Unidos mediante la Regla Fiduciaria de 2017 (US Department of Labor, 2017) y la regulación sobre los intereses del cliente (Securities and Exchange Commission, 2019).

El Decreto 661 de 2018 determina que la asesoría es necesaria bajo las siguientes circunstancias: a) cuando el servicio tenga como fin realizar operaciones sobre valores; b) en el caso en que se celebren contratos de administración de portafolios de terceros; c) si se van a distribuir fondos de inversión colectiva; d) cuando se vayan a vincular clientes a fondos de pensiones de jubilación e invalidez; e) para celebrar negocios fiduciarios orientados a invertir en valores y f) para contratos de cuentas de margen. La obligación de recomendación no será exigible si el cliente inversionista renuncia a tal derecho, solamente en el caso de productos simples. Mientras tanto, los inversionistas profesionales podrán pedir recomendación profesional cuando lo consideren pertinente.

El mismo Decreto establece que, en el caso de productos complejos, es necesaria la recomendación profesional, la cual debe dar información clara y suficiente para su comprensión, siendo recomendado ofrecer al cliente alternativas más sencillas o más económicas.

Las instituciones deben definir políticas y procedimientos para identificar, prevenir, administrar y revelar posibles conflictos de interés en el proceso de asesoría. IOSCO (2003) señaló que tales conflictos pueden originarse por los siguientes motivos: a) realización simultánea de diversas actividades comerciales; b) esquemas de compensación inapropiados (que incluyen la recepción de incentivos monetarios o no monetarios por parte de agentes distintos del cliente); c) intereses económicos en compañías que a la vez recomiendan y asesoran y d) relaciones internas de reporte y redacción de informes de investigación sobre inversiones. Otros autores han insistido también en estas categorías de conflictos (ver Inderst & Ottaviani, 2012; Moloney, Ferran & Payne, 2015).



Tomado del sitio Pixabay, <https://pixabay.com/es/photos/dinero-monedas-inversi%C3%B3n-negocio-2724241/>.
Reproducido con permiso.

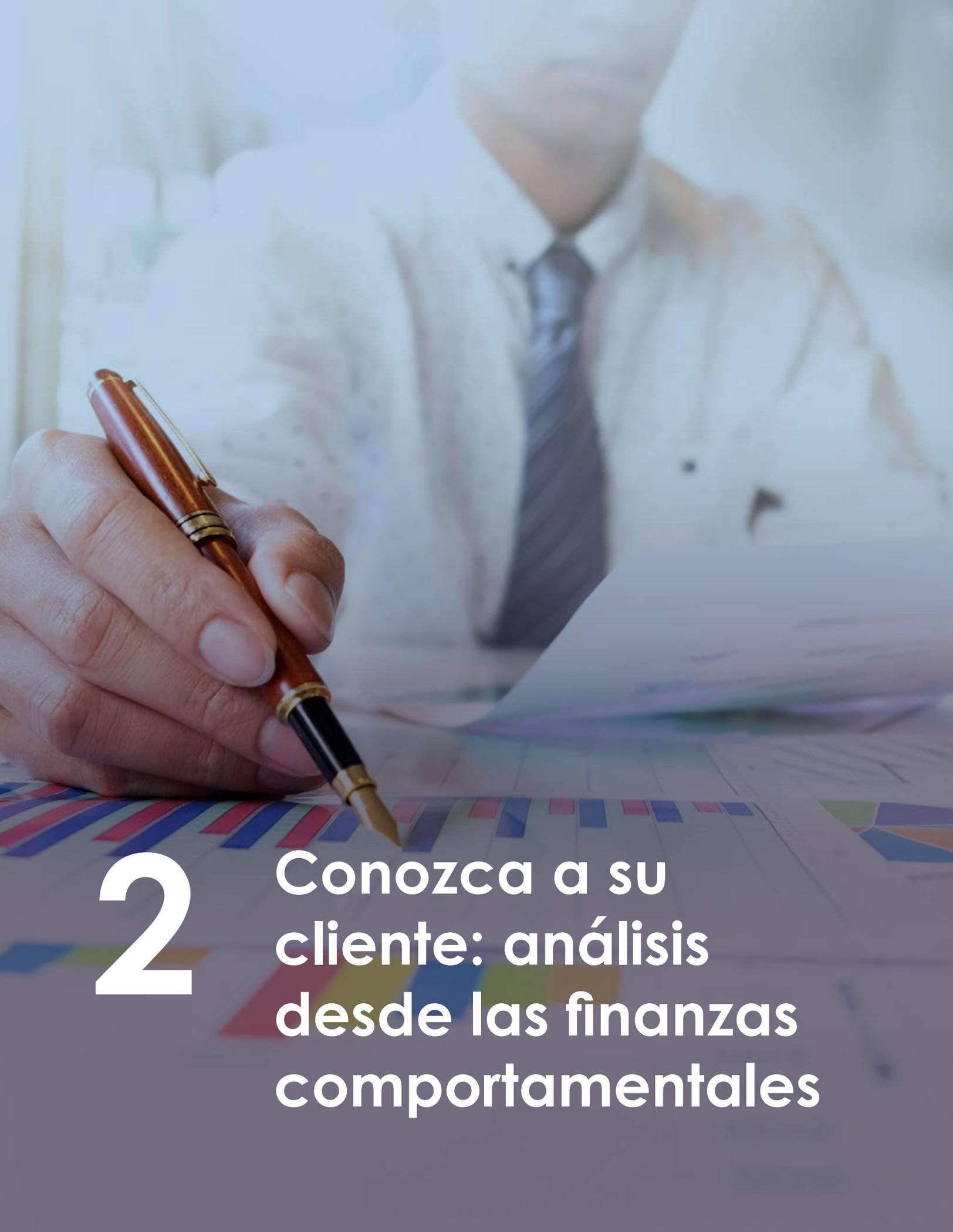
Las recomendaciones de inversión se pueden realizar bajo la modalidad independiente, en la cual el asesor lleva a cabo un análisis de los productos disponibles en el mercado que puedan ser relevantes para los objetivos del inversionista, sin limitarse a los ofrecidos por la propia

entidad asesora, además, en esta modalidad, el asesor no recibe beneficios monetarios o no monetarios por parte de terceros, está libre de conflictos de intereses y busca el mayor beneficio para el cliente. De no cumplirse las características anteriores, la asesoría se encuentra en la modalidad no independiente, lo cual debe informarse al inversionista (Unidad de Regulación Financiera, Subdirección de Integridad de Mercados, 2018).

En cuanto a los canales de distribución de la asesoría, se reconoce que las instituciones podrán hacer uso de herramientas tecnológicas tanto para la promoción de los servicios como para la entrega de las recomendaciones; no obstante, el cliente está en el derecho de solicitar de manera complementaria la explicación personal de un asesor certificado.



Tomado del sitio Pxhere, <https://pxhere.com/es/photo/1434697>. Reproducido con permiso.



2

**Conozca a su
cliente: análisis
desde las finanzas
comportamentales**

La teoría tradicional ha promulgado una clasificación general de los inversionistas según su grado de tolerancia al riesgo, clasificándolos en dos extremos opuestos como *aversos al riesgo* o *propensos al riesgo*, más una clase particular denominada *neutral al riesgo*, tipificación basada en el planteamiento original de Nicolaus Bernoulli en la paradoja de San Petersburgo de 1713, la cual analiza la toma de decisiones en el caso de una apuesta, usando elementos de probabilidad y estadística (Díaz & Esparcia, 2019; Dixit & Pindyck, 1994; Seidl, 2013; Zhang, Brennan & Lo, 2014). Tal desarrollo fue utilizado por los creadores de la economía financiera moderna para describir los procesos de toma de decisión bajo incertidumbre, el cual es uno de los elementos fundamentales de la teoría de juegos (ver Von Neumann & Morgenstern, 1944), de la teoría de selección de portafolios (Markowitz, 1952), del estudio del riesgo (Tobin, 1958) y de la valoración de activos riesgosos (Mossin, 1966; Lintner, 1965; Sharpe, 1964); siendo Pratt (1964) y Arrow (1965) quienes desarrollaran una medida seminal conocida como coeficiente de aversión absoluta al riesgo. Se entiende que un inversionista es averso al riesgo cuando tiende a seleccionar inversiones que percibe como de menor riesgo, aunque ellas generen una menor rentabilidad; mientras tanto, el propenso al riesgo está dispuesto a enfrentar mayor volatilidad e incertidumbre a cambio de acceder a una rentabilidad potencialmente mayor. El inversionista neutral al riesgo se concentra principalmente en el retorno de su dinero, es conecedor del riesgo, pero asume una posición de indiferencia ante él (Bodie, Kane & Marcus, 2018; Elton, Gruber, Brown & Goetzmann, 2014).

Siguiendo la anterior clasificación, la asesoría tradicional de inversiones, generalmente, se orienta a clasificar a los clientes, luego del análisis de sus perfiles, en seis tipos o grados de tolerancia al riesgo, a saber: a) conservador; b) moderadamente conservador; c) moderado/equilibrado; d) moderado/crecimiento, e) moderadamente agresivo y f) agresivo (Standard Chartered Private Bank, 2018; Stifel & Company Incorporated, 2018; Wells Fargo Advisors, 2019). Esta clasificación permite determinar posteriormente los niveles adecuados de riesgo que el cliente podría asumir en sus inversiones, siendo entonces el perfil de riesgo una

combinación de tres elementos: a) riesgo requerido para alcanzar la rentabilidad objetivo; b) capacidad financiera de asumir riesgos y c) nivel personal de tolerancia al riesgo (Canaccord Genuity Patersons Ltd., 2018). Las características de cada perfil de riesgo se muestran en la figura 1.

Figura 1. Clasificación y características de los perfiles de riesgo

Conservador	Moderadamente conservador	Moderado/balanceado
Busca minimizar el riesgo, prioriza estabilidad y liquidez sobre la rentabilidad.	Desea preservar su capital, acepta un riesgo bajo si eso le genera algo de rentabilidad.	Equilibra riesgo y rentabilidad, aceptando algunas pérdidas de corto plazo para obtener beneficios en el largo plazo.

Moderado/crecimiento	Moderadamente agresivo	Agresivo
Valora la rentabilidad de largo plazo y está dispuesto a aceptar riesgos.	Prefiere la rentabilidad que conservar el capital, tolerando riesgos mayores.	Desea maximizar la rentabilidad y acepta altos riesgos, mira a largo plazo y la liquidez no es su prioridad.

Fuente: Elaboración propia a partir de Stifel & Company Incorporated (2018), Standard Chartered Private Bank (2018) y Wells Fargo Advisors (2019).

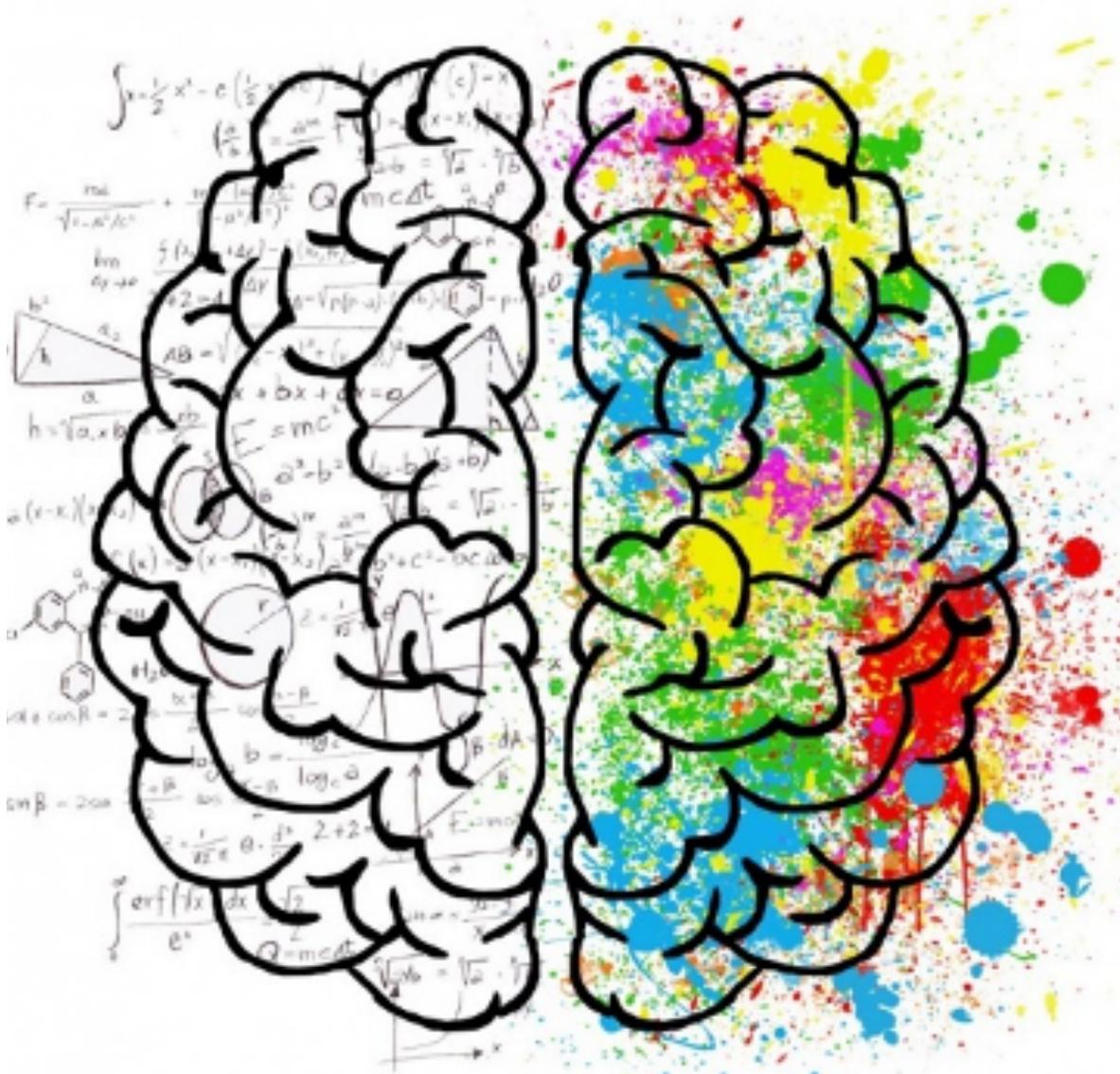
La teoría financiera tradicional, basada en el enfoque neoclásico, parte de los supuestos de la perfecta racionalidad de los agentes y de la eficiencia de los mercados (Moosa & Ramiah, 2017; Ross, 2004; Shiller, 2006; Venezia, 2018). Esto implica que los modelos tradicionales para el perfilamiento del inversionista y para el análisis de la selección de activos describen a un individuo cuya toma de decisiones es objetiva, llevada a cabo mediante procesos matemáticos de optimización en los que hay pleno acceso a la información y una capacidad perfecta de procesamiento de la misma, sin curvas de aprendizaje, con base en

preferencias constantes y claramente definidas (Baker, Filbeck & Nofsinger, 2019; Thaler, 2018).

Por su parte, la corriente de pensamiento denominada finanzas comportamentales es un campo que incorpora elementos de la psicología, la sociología y la antropología, principalmente, al análisis de los mercados financieros (macro) y de la toma de decisiones monetarias individuales (micro), con el fin de describir el comportamiento observado —más que el esperado— de los agentes, considerando la influencia sistemática de aspectos emocionales, psicológicos, cognitivos y de entorno (Baddeley, 2018; De Bortoli, Da Costa Jr., Goulart & Campara, 2019; Nofsinger, 2017; Useche, 2018). La trascendencia de esta corriente se refleja, entre otras, por el hecho de que sus autores más representativos han sido galardonados con el Premio Nobel de Economía, como es el caso de Daniel Kahneman y Vernon Smith en 2002, Robert Shiller en 2013 y Richard Thaler en 2017.

La *primera generación* de las finanzas comportamentales inició en la década de 1980, siendo caracterizada por un enfoque en el que coexisten dos tipos de inversionistas: los *racionales*, quienes son capaces de una toma de decisiones óptima, en el marco de un análisis media-varianza, y los *irracionales*, quienes también desean obtener ganancias y administrar el riesgo, pero son influenciados en el proceso por elementos emocionales, realizan juicios subjetivos, hacen elecciones intuitivas, cometiendo de manera sistemática errores que los alejan de los portafolios óptimos (Morgan Stanley, 2018). Esta clasificación sigue utilizándose en la economía financiera, pero la *segunda generación* de las finanzas comportamentales (ver Statman, 2019), que se viene desarrollando en la última década, propone evitar el calificativo de *racional* o *irracional*, afirmando que los inversionistas son *personas normales*, seres humanos con diferentes personalidades, gustos, creencias, emociones, expectativas, necesidades, aspiraciones, formas de pensar y de actuar. Tales aspectos y, con ellos, la posibilidad de tomar decisiones de inversión subóptimas, están presentes tanto en los clientes inversionistas como en

los inversionistas profesionales (Bailey, Kumar & Ng, 2011; Barberis & Thaler, 2003; Feng & Seasholes, 2005; Kaustia, Alho & Puttonen, 2008; Puertz & Ruenzi, 2011; Szyska, 2013).



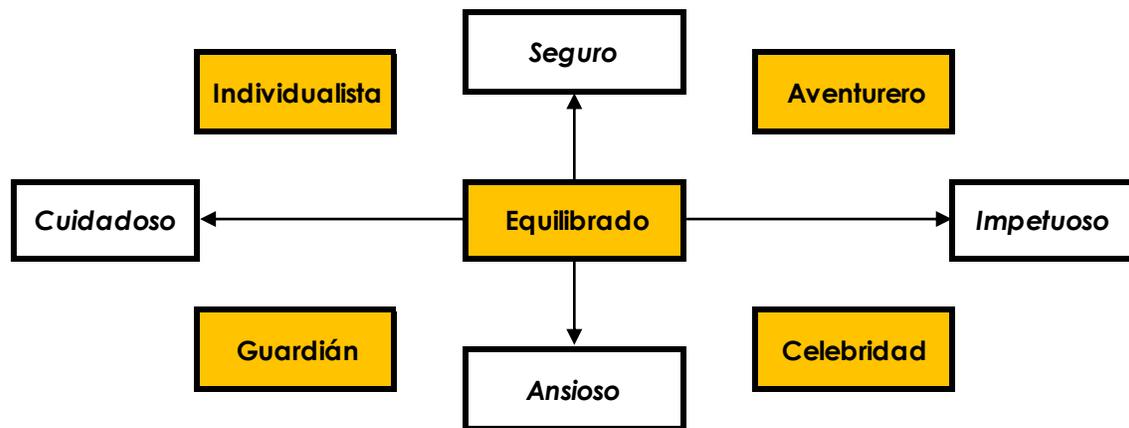
Tomado del sitio Pxhere, <https://pxhere.com/es/photo/1370218>. Reproducido con permiso.

Históricamente, la asesoría financiera ha prestado especial atención a determinar la tolerancia al riesgo del cliente, en buena parte porque algunos indicadores objetivos utilizados para tal fin son relativamente

fáciles de medir y de evaluar, como son el ingreso familiar, el patrimonio, los seguros con que cuenta, la experiencia previa y el horizonte de inversión. Como afirman Brayman, Grable, Griffin & Finke (2017), los asesores siempre han sido conscientes de la influencia de los aspectos emocionales sobre las decisiones de sus clientes, pero fue necesario el apoyo de la psicología para el desarrollo de herramientas psicométricas que permitieran comprender y evaluar las razones detrás de la disposición a tomar mayores o menores riesgos en las inversiones. Es así como las finanzas comportamentales realizaron aportes de gran interés para la labor de asesoría, es cómo llevar a cabo el perfilamiento del cliente a partir de su personalidad y rasgos psicológicos (Cerulli Associates/ Charles Schwab Investment Management, 2019; Liu, Yilmazer, Loibl & Montalto, 2017; Russell, 2019), mediante métodos como los que se explican a continuación, en los cuales un inversionista no tiene, en sentido estricto, un solo perfil de riesgo (ver Grable, 2018), sino una combinación de diversos rasgos psicológicos y de personalidad, llevando a múltiples clasificaciones.

Bailard, Biehl & Kaiser (1992) propusieron una clasificación de los tipos de personalidad, de acuerdo con dos aspectos: el nivel de confianza y el método de acción. El primero se refiere al grado de confianza que un inversionista muestra en los diferentes aspectos de su vida personal, incluyendo temas no relacionados con el dinero, yendo de alguien muy seguro en sí mismo hasta alguien dudoso y ansioso. El segundo elemento evalúa si el inversionista es metódico, analítico y cuidadoso en sus decisiones, o más bien intuitivo, emocional e impetuoso. La intensidad de cada uno de estos dos aspectos genera una clasificación de cinco tipos de personalidades, dando lugar al *modelo de las cinco vías* para el perfilamiento de los clientes. La figura 2 ofrece una representación gráfica de dichas personalidades; a continuación de la misma, se describen las características de cada personalidad y la relación entre sus personalidades y el tipo de activos en los que prefieren invertir (ver Bailard, Biehl & Kaiser, 1992).

Figura 2. Modelo de las cinco vías para clasificar la personalidad de los inversionistas



Fuente: Elaboración propia a partir de Bailard, Biehl & Kaiser (1992).

- *Individualista*: trabajador independiente, emprendedor que hace las cosas a su manera, toma decisiones de manera cautelosa, con un cierto grado de confianza en sí mismo, pero siendo a la vez analítico y metódico. Su conversación es muy fluida con un asesor de inversiones, es un cliente muy racional que presta atención a las orientaciones.
- *Aventurero*: es una persona con alta autoconfianza y toma decisiones rápidas, basadas en sus propios juicios, está dispuesta a tomar riesgos sin hacer demasiados cálculos. Al asesor le resulta difícil aconsejarla, pues tiene sus propias ideas sobre las inversiones y tiende a actuar según sus propios juicios, cambiando de parecer según aparezcan nuevas oportunidades que considere atractivas.
- *Guardián*: este inversionista es cuidadoso con el dinero, le preocupa su manejo y no se siente del todo seguro sobre su habilidad en las inversiones. No está interesado en grandes emociones o en enfrentar riesgos innecesarios. Típicamente es una persona mayor, que piensa en su retiro y, por lo tanto, desea preservar sus activos. Al

ser más cauto y menos confiado en sí mismo, suele buscar asesoría financiera.

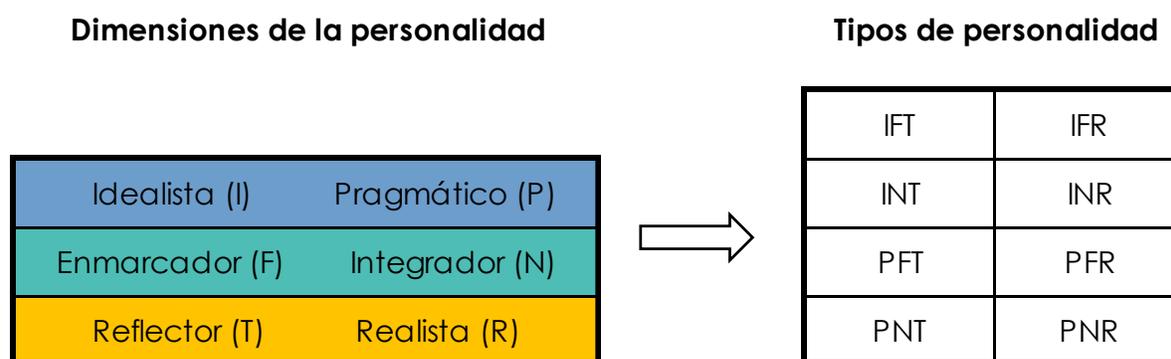
- *Celebridad*: es un cliente de carácter activo, que tiene conocimientos y experiencia en diferentes campos de la vida, pero no necesariamente en el de las inversiones. Al ser impetuoso y dinámico, le gusta ir a donde está la acción, no quiere quedarse por fuera de lo que se está moviendo. Buscan a un asesor para que los informe sobre las novedades en el mercado e invierten rápida y continuamente.
- *Equilibrado*: su personalidad presenta un equilibrio entre lo analítico y lo impulsivo, entre la autoconfianza y la ansiedad, estando en el centro de las cuatro categorías anteriores. Hace sus propios juicios, pero también recibe orientaciones de otros. Como inversionista, no se expone demasiado al riesgo, pero tampoco huye de él, al tiempo que tiene ideas propias de inversión, pero escucha consejos de su asesor.

Otra metodología para realizar el perfilamiento de los clientes mediante instrumentos de las finanzas comportamentales fue desarrollada por Pompian y Longo (2004 y 2005), quienes plantearon que hay una fuerte relación entre el tipo de personalidad, el género y las decisiones de inversión. Así, desarrollaron un estudio psicográfico en el que adaptaron el test de Myers-Briggs —Myers-Briggs Type Indicator®— (para una actualización del desarrollo y uso del indicador ver Briggs, Maccaulley, Quenk & Hammer, 1998) con el fin de identificar y medir estadísticamente desviaciones en las decisiones financieras, para luego correlacionarlas con medidas psicográficas. Este test analiza cuatro aspectos de la personalidad y para cada uno propone dos categorías, resultando en 16 tipos de personalidad, así: extroversión (E) / introversión (I), sensorial (S) / intuitivo (N), pensamiento (T) / emoción (F), juicio (J) / percepción (P). El tipo de personalidad se clasifica con un código de cuatro letras, siendo por ejemplo ESFP alguien extrovertido, sensorial, emocional y perceptivo. Los resultados de Pompian y Longo llevaron a varias conclusiones de interés, como por ejemplo que los hombres ESTP

son los inversionistas más tolerantes al riesgo, mientras que las mujeres INFJ son las más aversas al riesgo, hallazgos que permiten a un asesor tener un perfil mucho más preciso de su cliente y así generar mejores recomendaciones de inversión.

Pompian (2012) propuso un modelo con tres escalas paralelas, cada una mostrando dos atributos de personalidad, que no se consideran categorías opuestas o excluyentes, sino que se presentan en diferentes intensidades o matices. La combinación de las seis dimensiones de la personalidad lleva a definir ocho tipos de personalidad de un inversionista. En la figura 3 se muestran las dimensiones y los tipos de personalidad y, a continuación de la misma, se describen las seis dimensiones de personalidad del modelo de Pompian.

Figura 3. Modelo de los ocho tipos de personalidad del inversionista



Fuente: Elaboración propia a partir de Pompian (2012).

- *Idealista*: tiende a sobreestimar sus habilidades para invertir y a tener exceso de optimismo sobre el comportamiento de los mercados financieros, rechazando información que contradiga sus puntos de vista.
- *Pragmático*: es consciente de que sus conocimientos y habilidades en las inversiones son limitados, al tiempo que hace proyecciones

muy prudentes sobre el comportamiento del mercado. Contrasta sus ideas personales con datos y consejos.

- *Enmarcador*: con un pensamiento rígido, evalúa cada inversión por separado, sin considerar cómo integrarla en un plan general de inversión que lo lleva a poseer diversos activos desconectados entre sí, más que un portafolio formal.
- *Integrador*: con una visión amplia y flexible, entiende que un portafolio es un sistema en que sus componentes interactúan, prestando atención a las correlaciones y buscando equilibrio entre los activos que adquiere.
- *Reflector*: le es difícil aceptar las consecuencias de sus decisiones, así como tomar correctivos pronto, busca justificaciones para malas elecciones y lo *paraliza* la idea de tomar una mala decisión de inversión para arrepentirse después.
- *Realista*: le resulta más fácil aceptar las consecuencias de sus actos, no busca excusas y asume la responsabilidad de posibles errores que cometa, buscando correctivos rápidos. Tiene la capacidad de tomar decisiones prontas bajo presión.

Para aplicar este enfoque de perfilamiento en la práctica de la asesoría, es necesario aplicar una encuesta al cliente, en la que se evalúe de manera indirecta la evidencia sobre posible existencia de sesgos comportamentales y que así sea posible clasificarlo según las tipologías descritas anteriormente. Esto quiere decir que, por ejemplo, no se le preguntará al cliente “¿es usted racional o irracional en sus decisiones?” o “¿presenta usted disonancia cognitiva como inversionista?”, pues, aunque esto parece lógico, muchos cuestionarios de perfilamiento caen en errores como hacer preguntas que el cliente no entiende y que se ve forzado a responder como cree que debería hacerlo, o ante las cuales da una respuesta falsa para evitar la vergüenza de revelar la verdad. Para ilustrar este punto, supongamos que se quiere evaluar si el cliente sufre o no de exceso de confianza y optimismo; en primer lugar,

no se le debe hacer la pregunta directa, porque seguramente responderá que no, para proteger su imagen ante el asesor; en segundo lugar, tampoco se le deberá hacer una pregunta indirecta sesgada, como “¿chatea usted mientras conduce su auto?”, pregunta que sí puede dar luces sobre el exceso de confianza, pero a la que nuevamente el cliente encuestado tenderá a responder negativamente —aunque chatee constantemente al volante—.

A continuación se analizan dos casos que se le presentan a un cliente para identificar algunos rasgos de su perfil desde las finanzas comportamentales, adaptados de cuestionarios realizados por Pompian (2012, p. 90, 290).



Tomado del sitio Pixabay, <https://pixabay.com/es/photos/humanos-observador-exposici%C3%B3n-2944065/>.
Reproducido con permiso.

Caso 1

Usted compró recientemente un teléfono celular marca A, modelo B, con el que se siente muy a gusto. Una mañana se encuentra con su vecino, quien lo felicita por su nueva adquisición, pero le dice que hay un celular muy parecido al suyo, marca C, modelo D, que viene con un plan que incluye gratuitamente varias de las mejores aplicaciones, disponibles para

otros solo haciendo un pago extra. Usted no sabía eso y se queda pensando mientras regresa a su casa... ¿habré tomado una mala decisión?

Pregunta: ¿cuál de las siguientes sería con mayor probabilidad su conducta?

- Opción A: entro a casa e inmediatamente consulto páginas web o catálogos para ver si es mejor comprar el otro modelo de celular y saber el costo de las aplicaciones que incluye.
- Opción B: me digo con certeza que compré el celular adecuado y que así no venga con esas aplicaciones gratuitas, estoy feliz y lo compraría de nuevo.
- Opción C: quisiera hacer más consultas sobre el celular C y sus aplicaciones, pero decido no hacerlas, esta fue una buena compra, no deseo sentirme arrepentido, lo seguiré disfrutando.

Análisis: la alternativa A tiende a ser seleccionada por personas abiertas al análisis de nueva información, aún si ella contradice sus criterios iniciales de decisión; por su parte, si el cliente eligió la opción B o principalmente la C, es probable que sea más propenso a la disonancia cognitiva, que se presenta cuando nueva información entra en conflicto con datos y creencias anteriores, causando posible malestar y confusión. En término de las inversiones, esto último tendría varias consecuencias: primera, será difícil para el cliente racionalizar sus decisiones y aceptar nueva información que vaya en contra de sus creencias arraigadas; segunda, el cliente se puede aferrar a malas inversiones, para evitar la sensación de culpabilidad; tercera, la necesidad de proteger su autoestima no le permite al cliente comprender objetivamente sus errores pasados y aprender de ellos.

Caso 2

Usted va caminando por la calle y se enfrenta a la siguiente situación, ¿cuál lo haría más feliz?

- Opción A: cuando mete la mano al bolsillo, se da cuenta de que está roto y que ha perdido un billete de \$ 10 000, pero unos pasos más adelante encuentra tirado en la acera un billete de \$ 20 000.
- Opción B: mira al suelo y encuentra un billete de \$ 10 000.
- Opción C: me sentiría igualmente feliz con la opción A que con la B, porque al fin de cuentas tengo \$ 10 000 más.

Análisis: si el cliente selecciona la opción A o la B, tiende a ser un *enmarcador*, que evalúa cada activo de manera separada, mientras que si elige la opción C es más un *integrador* a quien le importa el resultado integrado de su portafolio, más que los resultados individuales.

En resumen, en el proceso de asesoría es posible utilizar, de manera complementaria a los procesos tradicionales, las herramientas generadas a partir del enfoque de las finanzas comportamentales, ya que por medio de ellas se puede tener un acercamiento a las características psicológicas del inversionista, evaluar aspectos emocionales, conocer sus rasgos de personalidad y sus motivaciones particulares, con el fin de llevar a cabo un perfilamiento más completo y preciso del cliente, lo que permitirá a su vez realizar análisis de inversión mucho más personalizados, acordes con los rasgos del cliente y con sus intereses individuales (Carr, 13 de junio de 2018; CFA Institute 2010 y 2011; Mooreland, 2014; Vanguard Asset Management, 2016 y Vlaev, Nieboer, Martin & Dolan, 2015). Lo anterior se abordará en la siguiente sección. Una de las ventajas adicionales de este método es ayudar al asesor a que, principalmente en tiempos de turbulencia, la razón, la disciplina y la objetividad primen sobre emociones como el miedo, la codicia o el arrepentimiento en la toma de decisiones de inversión (Baker & Ricciardi, 2015; Fisher, 2014), protegiendo los intereses de largo plazo de sus clientes y aportando a la estabilidad de los mercados.

3

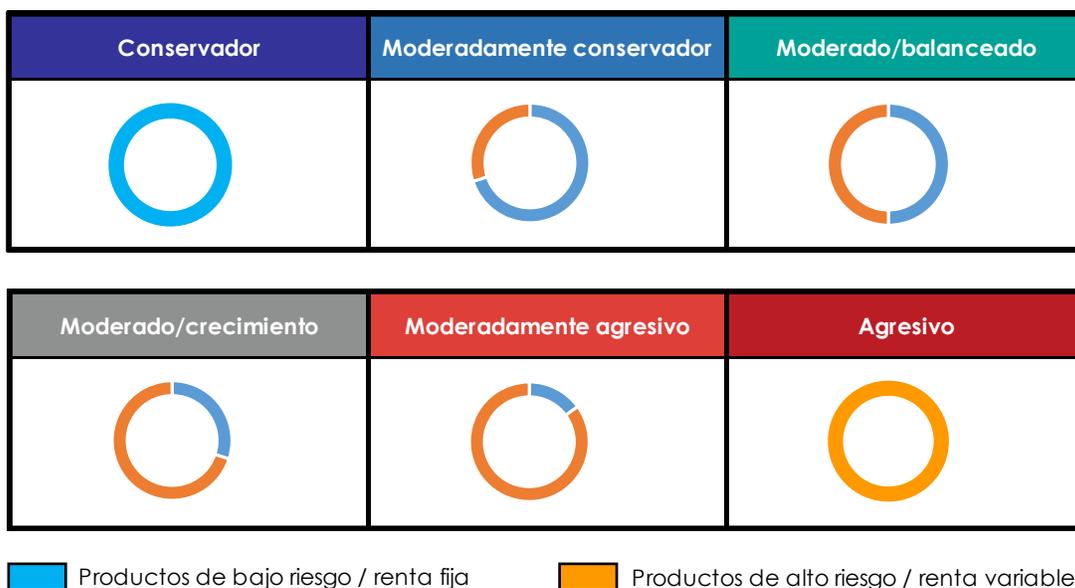
Productos
financieros
según perfiles
psicológicos
y emocionales



El análisis tradicional de conveniencia se lleva a cabo a partir del perfilamiento estándar del cliente, en el que se le clasifica en una de las seis categorías de la clasificación tradicional, desde conservador hasta agresivo. Hay, por lo general, un tipo específico de productos que suele asociarse con cada perfil de inversionista, aunque el asesor, en cumplimiento de su deber y con el fin de lograr la idoneidad esperada, personaliza el portafolio para cada cliente.

La figura 4 muestra de manera genérica la asociación tradicional de los perfiles de los productos con los perfiles de los clientes. El área azul en esta figura corresponde a la proporción de productos de bajo riesgo, relacionados con activos de renta fija principalmente, mientras que el área naranja corresponde a los productos de alto riesgo, asociados con activos de renta variable. Así, la participación de productos como CDT o bonos es generalmente alta para perfiles conservadores, mientras que la participación de acciones o productos estructurados es alta para perfiles agresivos.

Figura 4. Análisis de conveniencia por perfil de riesgo del cliente



Fuente: Elaboración propia a partir de Canaccord Genuity Patersons Ltd. (2018) y Standard Chartered Private Bank (2018).

Desde la teoría financiera tradicional, no es clara la definición del perfil de riesgo de una persona que, simultáneamente, adquiere seguros y compra billetes de lotería, ya que tal situación hace que tenga a la vez características de averso y propenso al riesgo, caso que fue analizado desde hace décadas y sigue generando interés entre los académicos (Friedman & Savage, 1948; Ilmanen, 2012; Kahneman & Tversky, 1979; Wong & Qiao, 2017).

Un aporte pionero de Roy (1952) en su teoría *primero la seguridad (safety first)* fue el hecho de reconocer que se pueden presentar eventos catastróficos en los mercados que ponen en peligro el patrimonio de los inversionistas, impidiendo su *supervivencia* y generando pérdidas potencialmente catastróficas. Tal hecho genera miedo y ansiedad, por lo cual buscan activos, incluso por fuera del sistema financiero, que les ofrezcan seguridad, dándoles la tranquilidad de que no pondrán en riesgo su sustento mínimo a futuro. Por este motivo, compran seguros, invierten en fondos de pensiones, adquieren bienes inmuebles e incluso dejan parte de su dinero en efectivo.

Posteriormente, Lopes (1987) y Lopes y Oden (1999) plantean un enfoque en el que consideran un inversionista que es influenciado simultáneamente por el miedo y la esperanza, llevándolo a tomar decisiones con base en criterios lógicos y psicológicamente diferentes: siente temor de que no pueda contar a futuro con un nivel mínimo de riqueza y busca la seguridad (*S*), sabe que puede tener ganancias si hace inversiones riesgosas (potencial, *P*) y anhela alcanzar un determinado estatus financiero (aspiración, *A*). Este es el denominado modelo *S P/A*, según el cual es posible que dos inversionistas que se enfrentan a la misma información y, con ella, a los mismos indicadores de riesgo, tomen decisiones diferentes, según su miedo y su optimismo, pues el más temeroso sobreestimaré la probabilidad de ocurrencia de hechos adversos y construirá un portafolio conservador que le genere seguridad, mientras que el más optimista subestimaré los escenarios negativos y apostará por el potencial de un portafolio arriesgado (Diecidue & Van de Ven, 2008 y Shefrin, 2010).

Más adelante, Shefrin y Statman (2000), construyen la denominada *teoría comportamental del portafolio* (*Behavioral Portfolio Theory*), que se basa en el concepto de *contabilidad mental* desarrollado por Thaler (1980, 1985, 1990 y 1999), según el cual una propiedad del cerebro humano es que define objetivos y acciones separadas unas de otras, con el fin de evaluar individualmente el progreso de cada una, característica que se refleja también en las decisiones financieras, llevando a que los inversionistas tiendan a evaluar el riesgo y la rentabilidad esperada de cada activo por separado, pasando por alto la interacción entre ellos y construyendo una especie de *pirámide escalonada* en la que cada segmento representa una meta financiera particular (Barberis & Huang,



Tomado del sitio Pxhere, <https://pxhere.com/es/photo/859216>. Reproducido con permiso.

2008; Barberis & Xiong, 2012; Majewski, 2014). El inversionista, más allá de basarse en el riesgo y la rentabilidad esperada de su portafolio, tiene en cuenta el valor esperado de su riqueza, el deseo de seguridad y la aspiración de lograr unas ganancias potenciales, combinando varios perfiles de riesgo tradicionales, proceso en el cual construye sub-portafolios, cada uno orientado a una finalidad específica (De Giorgi, 2011; Fong, 2014; Useche, 2015).

Finalmente, De Brower (2009, 2012 y 2016) explicó la similitud entre la jerarquía de las necesidades formulada por Abraham H. Maslow (1943) y la teoría comportamental del portafolio de Shefrin y Statman (2000), haciendo una analogía de la escala de necesidades del ser humano con los objetivos de inversión y los productos financieros que le corresponderían a cada uno de ellos. En la base están las necesidades fisiológicas (alimento, vestuario, transporte, vivienda), las cuales requieren de dinero en efectivo para ser pagadas; esta categoría puede incluir productos financieros básicos de alta liquidez, como certificados de depósito a corto plazo. El efectivo siempre estará presente en el portafolio, pero su participación porcentual disminuye a medida que se avanza en la pirámide. En el segundo escalón está la necesidad de seguridad, que se relaciona con activos que permitan satisfacer las necesidades básicas futuras, por lo que el inversionista adquirirá bonos, seguros, inmuebles y destinará recursos a fondos de pensiones u otros activos que aporten a su jubilación. En el tercer nivel se sitúa la necesidad de afiliación, mediante la cual el inversionista desea lograr mejores condiciones de vida para él y su familia, incluyendo en su portafolio productos de ahorro, fondos de inversión y pólizas de largo plazo como seguros educativos. La necesidad de reconocimiento se encuentra en el cuarto escalón, en el cual se han cubierto las tres necesidades anteriores y se empieza a buscar productos más personalizados, al tiempo que se tiende a adquirir bienes de lujo con los cuales aumente el bienestar y el prestigio social. En la cima de la pirámide está la necesidad de autorrealización, nivel en que el inversionista busca productos sofisticados y puede interesarse también en aportar a causas filantrópicas. Esto se representa en la figura 5.

Figura 5. Pirámide de las necesidades y teoría comportamental del portafolio



El asesor de inversiones puede, entonces, levantar el perfil del cliente identificando el escalón de la pirámide en que se encuentra, el cual a su vez le permitirá reconocer el tipo de productos financieros que tiene la posibilidad y el interés de adquirir.

Se ha verificado empíricamente que las recomendaciones de inversión generadas a partir de la teoría moderna del portafolio, con un análisis tradicional de tipo media-varianza, son diferentes a las que provienen de los principios aquí descritos de las finanzas comportamentales, lo que lleva a pensar en la necesidad de considerar ambos enfoques de manera complementaria, con el fin de fortalecer las diferentes etapas del proceso de asesoría y realizar una recomendación verdaderamente idónea, robusta desde lo técnico y más adecuada desde lo humano (Hens & Mayer, 2018; Hoehle, Ruenzi, Schaub & Schmid, 2017; Krawczyk & Baxter, 2019).

Conclusiones

La asesoría de inversiones juega un papel fundamental en el desarrollo de los mercados financieros y es un elemento clave para promover el bienestar de los clientes. La regulación de la actividad de asesoría en Colombia se ajusta siguiendo las tendencias mundiales orientadas a proteger al cliente y promover la idoneidad del servicio, en un proceso que debe incluir perfilamiento de productos, perfilamiento del cliente, análisis de conveniencia y generación personalizada de las recomendaciones, garantizando libertad frente a conflictos de interés, transparencia, claridad, precisión y la búsqueda de las mejores alternativas en relación con los intereses de cada inversionista asesorado.

En este documento se describieron aspectos que son considerados el estándar de la asesoría de inversiones, cuya base es la economía financiera tradicional, que aportan elementos valiosos para las diferentes etapas del proceso de asesoría. Se plantea que, a manera de complemento, es recomendable considerar aspectos psicológicos, emocionales e influencias del entorno, elementos a los que se orientan las finanzas comportamentales, campo de creciente relevancia e interés tanto en términos científicos y de investigación como, principalmente, en la práctica de la labor financiera, que pueden contribuir a un mejor conocimiento de la personalidad y los intereses específicos de cada cliente.

Referencias

- Arrow, K. (1965). *Aspects of the theory of risk-bearing*. Helsinki: Yrjö Jahns-sonin Säätiö.
- Autorregulador del Mercado de Valores. (17 de julio de 2018). Modificación al Reglamento de AMV, *Boletín Normativo*, 23. Recuperado de <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2018/07/Bolet%C3%ADn-Normativo-No.-23-2.pdf>
- Autorregulador del Mercado de Valores. (4 de febrero de 2019). *Reglamento de AMV*, Recuperado de <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2019/02/Reglamento-AMV-4-de-febrero-de-2019.pdf>
- Baddeley, M. (2018). *Behavioural Economics and Finance*. (2ª Ed.). Nueva York: Routledge.
- Bailard, T., Biehl, D. & Kaiser, R. (1992). *Personal Money Management*. (6ª Ed.). Upper Saddle River: Pearson Education.
- Bailey, W., Kumar, A. & Ng, D. (2011). Behavioral biases of mutual fund investors. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 1-27. DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.05.002.
- Baker, H. K., Filbeck, G. & Nofsinger, J. R. (2019). *Behavioral Finance: What Everybody Needs to Know*. Nueva York: Oxford University Press.
- Baker, H. K. & Ricciardi, V. (2015). Understanding Behavioral Aspects of Financial Planning and Investing. *Journal of Financial Planning*, 28(3), 22-26.
- Barberis, N. & Huang, M. (2008). Stocks as lotteries: The implications of probability weighting for security prices. *American Economic Review*, 98(5), 2066-2100. DOI: 10.1257/aer.98.5.2066.
- Barberis, N. & Thaler, R. (2003). "A survey of behavioral finance", *Handbook of the Economics of Finance*, in: G. M. Constantinides & M. Harris & R. M. Stulz (ed.), *Handbook of the Economics of Finance*. (1ª Ed., volume 1, chapter 18, p. 1053-1128). Amsterdam: Elsevier.

- Barberis, N. & Xiong, M. (2012). Realization utility. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 251-271. DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.10.005.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2018). *Essentials of Investments*. (11ª Ed.). Nueva York: McGraw-Hill.
- Brayman, S., Grable, J. E., Griffin, P. & Finke, M. (2017). Assessing a Client's Risk Profile: A Review of Solution Providers. *Journal of Financial Service Professionals*, 71(1), 71-81.
- Briggs, I., Maccaulley, M. H., Quenk, N. L., & Hammer, A. L. (1998). *A Guide to the Development and Use of the Myers-Briggs Type Indicator*. (3ª Ed.). Palo Alto: Consulting Psychologists Press.
- Canaccord Genuity Patersons Ltd. (2018). *Your risk profile*. Recuperado de <https://www.psl.com.au/Wealth-Management/Your-Risk-Profile>
- Carr, M. (13 de junio de 2018). A behavioral approach: A must for today's financial advisor. *Practice Advisor Magazine*. Recuperado de <http://proactiveadvisormagazine.com/behavioral-finance-for-todays-financial-advisor/>
- Cerulli Associates/Charles Schwab Investment Management. (2019). *The Role of Behavioral Finance in Advising Clients*. Recuperado de <https://www.schwab.com/public/file/P-12275164>
- CFA Institute. (2010). *Behavioral Finance and Investment Management*. Nueva York: The Research Foundation of CFA Institute.
- CFA Institute. (2011). *Behavioral Finance, Individual Investors, and Institutional Investors*. Nueva York: CFA Institute/Pearson.
- Colombia, Presidencia de la República. Decreto 2555. *Diario Oficial*. Año CXLV. N. 47771. Bogotá, 15 de julio de 2010. p. 20.
- Colombia, Presidencia de la República. Decreto 661. *Diario Oficial*. Año CLIII, No. 50567. Bogotá, 17 de abril de 2018, p. 12.
- De Bortoli, D., Da Costa Jr., N., Goulart, M. & Campara, J. (2019). Personality traits and investor profile analysis: A behavioral finance study. *PLoS ONE*, 14(3), 1-18. DOI: 10.1371/journal.pone.0214062.
- De Brouwer, P. J. S. (2009). Maslowian portfolio theory: An alternative formulation of the Behavioural Portfolio Theory. *Journal of Asset Management*, 9(6), 359-365. DOI: 10.1057/jam.2008.35.
- De Brouwer, P. J. S. (2012). Target-oriented investment advice. *Journal of Asset Management*, 13(2), 102-114.

- De Brouwer, P. J. S. (2016). Proposal for a Practical Implementation of Maslowian Portfolio Theory. *Problemy Zarzadzania*, 14(63), 39-56.
- De Giorgi, E. (2011). A behavioral explanation of the asset allocation puzzle. *Investment Management and Financial Innovations*, 8(4), 36-44.
- Díaz, A. & Esparcia, C. (2019). Assessing Risk Aversion From the Investor's Point of View. *Frontiers in Psychology*, 10, 1-6. DOI: 10.3389/fpsyg.2019.01490.
- Diecidue, E. & Van de Ven, J. (2008). Aspiration Level, Probability of Success and Failure, and Expected Utility. *International Economic Review*, 49, 683-700.
- Dixit, A. K. & Pindyck, R. S. (1994). *Investment Under Uncertainty*. Princeton: Princeton University Press.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J. & Goetzmann, W. N. (2014). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. (9ª Ed.). Hoboken: Wiley.
- European Securities and Markets Authority —ESMA—. (2014). *MiFID practices for firms selling complex products*. Recuperado de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/ipisc_complex_products_-_opinion_20140105.pdf
- Feng, L. & Seasholes, M. S. (2005). Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets? *Review of Finance*, 9(3), 305-351. DOI: 10.1007/s10679-005-2262-0.
- Financial Conduct Authority —FCA—. (2014). *Retail investment advice: Clarifying the boundaries and exploring the barriers to market development*. Recuperado de <https://www.fca.org.uk/publication/guidance-consultation/gc14-03.pdf>
- Financial Industry Regulatory Authority —FINRA—. (2012). *FINRA 2012 Year in Review and Annual Financial*. Recuperado de <https://www.finra.org/sites/default/files/Corporate/p291721.pdf>
- Fisher, G. S. (2014). Advising the Behavioral Investor: Lessons from the Real World. En H. K. Baker & V. Ricciardi (Eds.), *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing*, (pp. 265-283). Hoboken: John Wiley & Sons.
- Foerster, S., Linnainmaa, J. T., Melzer, B. T. & Previtero, A. (2019). Retail Financial Advice: Does One Size Fit All? *The Journal of Finance*, LXXII(4), 1441-1482. DOI: 10.1111/jofi.12514.

- Fong, W. M. (2014). *The lottery mindset: Investors, gambling and the stock market*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Friedman, M. & Savage, L. J. (1948). The Utility Analysis of Choices Involving Risk. *Journal of Political Economy*, 56(4), 279-304. DOI: 10.1086/256692.
- Gaurav, S., Cole, S. & Tobacman, J. (2011). Marketing Complex Financial Products in Emerging Markets: Evidence from Rainfall Insurance in India. *Journal of Marketing Research*, 48(1), 150-162. DOI: 10.1509/jmkr.48.SPL.S150.
- Grable, J. E. (2018). Another Look at Risk-Profiling. *Journal of Financial Service Professionals*, 72(3), 18-21.
- Hens, T. & Mayer, J. (2018). Decision Theory Matters for Financial Advice. *Computational Economics*, 52(1), 195-226. DOI: 10.1007/s10614-017-9668-6.
- Hoechle, D., Ruenzi, S., Schaub, N. & Schmid, M. (2017). The Impact of Financial Advice on Trade Performance and Behavioral Biases. *Review of Finance*, 21(2), 871-910. DOI: 10.1093/rof/rfw032.
- Ilmanen, A. (2012). Do Financial Markets Reward Buying or Selling Insurance and Lottery Tickets? *Financial Analysts Journal*, 68(5), 26-36. DOI: 10.2469/faj.v68.n5.7.
- Inderst, R. & Ottaviani, M. (2012). Financial Advice. *Journal of Economic Literature*, 50(2), 494-512. DOI: 10.1257/jel.50.2.494.
- International Organization of Securities Commissions —iosco—. (2003). *Report On Analyst Conflicts of Interest*. Recuperado de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf>
- International Organization of Securities Commissions —iosco—. (2013). *Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products*. Recuperado de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>
- International Organization of Securities Commissions —iosco—. (2019). *Thematic Review on Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*. Recuperado de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD638.pdf>
- Joint Forum. (2008). *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*. Recuperado de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD268.pdf>

- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292. DOI: 10.2307/1914185.
- Kaustia, M., Alho, E. & Puttonen, V. (2008). How Much Does Expertise Reduce Behavioral Biases? The Case of Anchoring Effects in Stock Return Estimates. *Financial Management*, 38(3), 391-412. DOI: 10.1111/j.1755-053X.2008.00018.x.
- Krawczyk, D. C. & Baxter, G. H. (2019). *Understanding Behavioral BIA\$: A Guide to Improving Financial Decision-Making*. Nueva York: Business Expert Press.
- LaPlante, A. E. & Paradi, J. C. (2015). Evaluation of bank branch growth potential using data envelopment analysis. *Omega*, 52, 33-41. DOI: 10.1016/j.omega.2014.10.009.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37. DOI: 10.2307/1924119.
- Liu, F., Yilmazer, T., Loibl, C. & Montalto, C. (2017). Professional financial advice, self-control and saving behavior. *International Journal of Consumer Studies*, 43(1), 23-34. DOI: 10.1111/ijcs.12480.
- Lopes, L. (1987). Between hope and fear: The psychology of risk. *Advances in Experimental Social Psychology*, 20, 255-295. DOI: 10.1016/S0065-2601(08)60416-5.
- Lopes, L. & Oden, G. (1999). The role of aspiration level in risk choice: A comparison of Cumulative Prospect Theory and SP/A Theory. *Journal of Mathematical Psychology*, 43(2), 286-313. DOI: 10.1006/jmps.1999.1259.
- Luther, R., Coleman, L. J., Kelkar, M. & Foudray, G. (2018). Generational differences in perceptions of financial planners. *Journal of Financial Services Marketing*, 23(4), 112-127. DOI: 10.1057/s41264-018-0046-9.
- Majewski, S. M. (2014). The Maslowian Portfolio Theory Versus the Pyramid Portfolio. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 14(1), 91-101.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x.
- Maslow, A. H. (1943). A theory of human motivation. *Psychological Review*, 50(4), 370-396.
- Moloney N., Ferran E. & Payne J. (2015). *The Oxford Handbook of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press.

- Montmarquette, C. & Viennot-Briot, N. (2015). The Value of Financial Advice. *Annals of Economics and Finance*, 16(1), 69-94.
- Mooreland, J. (2014). Obtain a More Accurate Assessment of Your Clients' Risk Profile. *Journal of Financial Planning*, 27(7), 20-23.
- Moosa, I. A. & Ramiah, V. (2017). The Rise and Fall of Neoclassical Finance. En: I. A. Moosa & V. Ramiah (Ed.), *The Financial Consequences of Behavioural Biases: An Analysis of Bias in Corporate Finance and Financial Planning*, (pp. 1-25). Cham: Springer International Publishing.
- Moreland, K. A. (2018). Seeking Financial Advice and Other Desirable Financial Behaviors. *Journal of Financial Counseling and Planning*, 29(2), 198-206.
- Morgan Stanley. (2018). *Rational Investing in an Age of Uncertainty*. Recuperado de <https://advisor.morganstanley.com/the-spartan-group-10831225/articles/investing/rational-investing-in-an-age-of-uncertainty>
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768-783. DOI: 10.2307/1910098.
- Nofsinger, J. R. (2017). *The Psychology of Investing*. (6ª Ed.). Nueva York: Routledge.
- Pompian, M. M. (2012). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases*. (2ª Ed.). Hoboken: Wiley.
- Pompian, M. M. & Longo, J. M. (2004). A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes. *The Journal of Wealth Management*, 7(2), 9-15. DOI: 10.3905/jwm.2004.434561.
- Pompian, M. M. & Longo, J. M. (2005). Incorporating Behavioral Finance into Your Practice. *Journal of Financial Planning*, 18(3), 58-63.
- Pratt, J. W. (1964). Risk aversion in the small and in the large. *Econometrica*, 32(1/2), 122-136. DOI: 10.2307/1913738.
- Prieto, A. M., Caballero, I., & Galindo, M. P. (2017). *Estudio sobre asesoría en el mercado de valores: análisis regulatorio*. Recuperado de <http://amibrevalidacion.amib.com.mx/oficio/download/451>

- Puertz, A. & Ruenzi, S. (2011). Overconfidence Among Professional Investors: Evidence from Mutual Fund Managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(5-6), 684-712. DOI: 10.1111/j.1468-5957.2010.02237.x.
- Rodrigues, L. F., Oliveira, A., Rodrigues, H. & Costa, C. J. (2019). Assessing consumer literacy on financial complex products. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 22, 93-104. DOI: 10.1016/j.jbef.2019.02.005.
- Ross, S. A. (2004). *Neoclassical Finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Roy, A. (1952). Safety First and the Holding of Assets. *Econometrica*, 20(3), 431-449. DOI: 10.2307/1907413.
- Russell, S. (2019). *Behavioural Finance: A Guide for Financial Advisers*. Queensland: Publicious Pty. Ltd.
- Securities and Exchange Commission —SEC—. (2019). *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*. Recuperado de <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>
- Seidl, C. (2013). The St. Petersburg Paradox at 300. *Journal of Risk & Uncertainty*, 46(3), 247-264. DOI: 10.1007/s11166-013-9165-9.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x.
- Shefrin, H. (2010). *Behavioralizing Finance*. Hanover: Now Publishers Inc.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127-151. DOI: 10.2307/2676187.
- Shiller, R. J. (2006). Tools for Financial Innovation: Neoclassical versus Behavioral Finance. *Financial Review*, 41(1), 1-8. DOI: 10.1111/j.1540-6288.2006.00129.x.
- Standard Chartered Private Bank. (2018). *Client Investment Profile (CIP) Questionnaire for Individuals or Investment Companies 2018*. Recuperado de <https://www.sc.com/global/av/je-scb-cip-individual.pdf>
- Statman, M. (2019). A second generation behavioral finance. En I. Venezia (Ed.), *Behavioral Finance: The Coming of Age*, (pp. 3-21). Singapore: World Scientific Publishing Co.
- Stifel, N. & Company Incorporated. (2018). *Risk Tolerance Classification Definitions*. Recuperado de <https://www.stifel.com/docs/pdf/disclosures/investment/RiskClassifications.pdf>

- Szyskza, A. (2013). *Behavioral finance and capital markets: How psychology influences investors and corporations*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Thaler, R. H. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60.
- Thaler, R. H. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.
- Thaler, R. H. (1990). Savings, fungibility, and mental accounts. *Journal of Economic Perspective*, 4(1), 193-205.
- Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analyst Journal*, 55(6), 12-17.
- Thaler, R. H. (2018). From Cashews to Nudges: The Evolution of Behavioral Economics. *American Economic Review*, 108(6), 1265-1287.
- Tobin, J. (1958). Liquidity preference as behavior towards risk. *Review of Economic Studies*, 25(2), 65-86. DOI: 10.2307/2296205.
- Unidad de Regulación Financiera, Subdirección de Integridad de Mercados (2018). *Reglamentación de la actividad de asesoría en el mercado de valores*. Recuperado de http://www.urf.gov.co/web-center/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-106144%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- US Department of Labor. (2017). *DOL Fiduciary Rule*. Recuperado de <https://www.dolfiduciaryrule.com/>
- Useche, A. J. (2015). Construcción de portafolios de inversión desde las Finanzas del Comportamiento: Una revisión crítica. *Cuadernos de Administración*, 28(51), 11-43. DOI: 10.11144/Javeriana.cao28-51.cpiif.
- Useche, A. J. (2018). Teoría de la elección del consumidor: un análisis desde la economía comportamental aplicado al marketing. En F. Juárez (Ed.), *Principios de Marketing*, (pp. 63-99). Bogotá: Editorial Universidad del Rosario.
- Vanguard Asset Management Ltd. (2016). *Building a robust investment advice process. Create business value – Manage regulatory risk – Delight your clients*. Recuperado de https://www.vanguard.co.uk/documents/adv/literature/advice_process/systemising-advice.pdf
- Venezia, I. (2018). *Lecture Notes in Behavioral Finance*. Singapur: World Scientific Publishing Co.

- Vlaev, I., Nieboer, J., Martin, S. & Dolan, P. (2015). How behavioural science can improve financial advice services. *Journal of Financial Services Marketing*, 20, 74-88. DOI: 10.1057/fsm.2015.1.
- Von Neumann, J. & Morgenstern, O. (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton: Princeton University Press.
- Wells Fargo Advisors. (2019). *Understanding Types of Investments*. Recuperado de <https://www.wellsfargoadvisors.com/disclosures/guide-to-investing/investment-risk-tolerance.htm>
- Winchester, D. D. & Huston, S. J. (2015). All Financial Advice for the Middle Class is Not Equal. *Journal of Consumer Policy*, 38(3), 247-264. DOI: 10.1007/s10603-015-9290-8.
- Winchester, D. D., Huston, S. J. & Finke, M. S. (2011). Investor Prudence and the Role of Financial Advice. *Journal of Financial Service Professionals*, 65(4), 43-51.
- Wong, W. K. & Qiao, Z. (2017). *Why Investors Buy Insurance and Try Their Luck with Lotteries as Well?*. SSRN paper. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2980007>. DOI: 10.2139/ssrn.2980007.
- Zhang, R., Brennan, T. J. & Lo, A. W. (2014). The origin of risk aversion. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 111(50), 17777–17782. DOI: 10.1073/pnas.1406755111.

