

**Universidade de São Paulo  
Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”**

**Conflitos de interesse na relação investidor-assessor no Brasil**

**Marcio Cezarini Borges**

Dissertação apresentada para obtenção do título de  
Mestre em Ciências. Área de concentração:  
Administração

**Piracicaba  
2023**

**Marcio Cezarini Borges**  
**Engenheiro de Produção**

**Conflitos de interesse na relação investidor-assessor no Brasil**

Orientador:  
Prof. Dr. **ROBERTO ARRUDA DE SOUZA LIMA**

Dissertação apresentada para obtenção do título de  
Mestre em Ciências. Área de concentração:  
Administração

**Piracicaba**  
**2023**

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação**  
**DIVISÃO DE BIBLIOTECA – DIBD/ESALQ/USP**

Borges, Marcio Cezarini

Conflitos de interesse na relação investidor-assessor no Brasil / Marcio Cezarini Borges. - - Piracicaba, 2023.

94 p.

Dissertação (Mestrado) - - USP / Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”.

1. Conflito de interesse 2. Assessoria de investimento 3. Teoria da agência I.  
Título

## **DEDICATÓRIA**

Dedico esta dissertação a meus pais, Mário e Vania, que além de serem minha referência de vida, são também meus conselheiros no âmbito pessoal e profissional. Aos dois, meu sincero reconhecimento e profunda admiração.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, pelo incentivo e privilegiada educação, e a minha esposa Mônica, por estar ao meu lado e compartilhar dos mesmos objetivos.

Ao meu orientador, Prof. Roberto Arruda de Souza Lima, pela generosidade em compartilhar sua experiência e por sua dedicação e atenção.

Aos professores Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho e Elizabeth Krauter, pela disponibilidade e pelas valiosas contribuições no comitê de acompanhamento.

Agradeço também aos professores Luciano Mendes e Vivian Lara dos Santos Silva, cujos ensinamentos e provocações em sala de aula contribuíram para moldar o embasamento teórico deste trabalho.

Por fim, agradeço aos demais integrantes do Programa de Pós-Graduação em Administração da ESALQ e a todos que estiveram comigo durante essa jornada.

*“A dúvida é o princípio da sabedoria.”*

*Aristóteles*

## SUMÁRIO

<b>RESUMO</b> .....	<b>7</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>8</b>
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	<b>9</b>
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	<b>10</b>
<b>LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS</b> .....	<b>11</b>
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>13</b>
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO .....	18
1.1.1. <i>Objetivo geral</i> .....	19
1.1.2. <i>Objetivos específicos</i> .....	19
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>21</b>
2.1. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O SEGMENTO DE INVESTIMENTOS PARA PESSOA FÍSICA NO BRASIL .....	21
2.2. ASPECTOS LEGAIS DA ATIVIDADE DE RECOMENDAÇÃO DE INVESTIMENTOS PARA PESSOA FÍSICA NO BRASIL .....	25
2.3. ESTUDOS PRÉVIOS ACERCA DO CONFLITO DE INTERESSES NA RELAÇÃO INVESTIDOR-ASSESSOR .....	30
2.4. TEORIA DA AGÊNCIA .....	35
2.5. TEORIA DA AGÊNCIA E O PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS .....	41
<b>3. METODOLOGIA</b> .....	<b>45</b>
3.1. PLANEJAMENTO DA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA .....	46
3.2. ESTUDO DE CASO .....	50
<b>4. RESULTADOS E DISCUSSÃO</b> .....	<b>55</b>
4.1. RESULTADO DA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA .....	55
4.1.1. <i>Conflitos de interesse identificados na RSL</i> .....	58
4.2. AGENTES QUE PRESTAM O SERVIÇO DE RECOMENDAÇÃO DE INVESTIMENTOS PARA PESSOA FÍSICA NO BRASIL .....	63
4.3. ANÁLISE DOS CONTRATOS QUE REGEM A RELAÇÃO ENTRE PRINCIPAL E AGENTE .....	65
4.3.1. <i>Potenciais conflitos de interesse identificados na análise documental</i> .....	67
4.4. PROPOSIÇÕES QUE EXPLICAM OS CONFLITOS DE INTERESSE .....	71
4.5. ANÁLISE DAS PROPOSIÇÕES SOB A LUZ DA TEORIA DA AGÊNCIA .....	73
4.6. RECOMENDAÇÕES PREVISTAS NA LITERATURA E NOS DOCUMENTOS ANALISADOS PARA MITIGAR PROBLEMAS DE AGÊNCIA .....	75
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>81</b>
5.1. LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	84
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>86</b>

## RESUMO

### **Conflitos de interesse na relação investidor-assessor no Brasil**

O presente trabalho teve por objetivo analisar, sob a luz da teoria da agência, os conflitos de interesse existentes entre o profissional que presta o serviço de recomendação de investimentos e o investidor pessoa física, cliente desse serviço, com recorte no mercado brasileiro. Para tal, foi realizada uma revisão sistemática da literatura e a análise da legislação vigente e dos contratos que regem a relação entre investidor e assessor, a fim de identificar potenciais conflitos de interesse. Ao todo, foram identificadas 13 categorias de conflitos de interesse existentes nessa relação de agência, das quais se destacam conflitos relacionados a recomendações enviesadas de investimento com objetivo de maximização de comissões e taxas, má conduta do assessor devido a pressão recebida por seus empregadores e representação inadequada dos clientes por questões comportamentais e vieses cognitivos. Da análise dos problemas de agência foram elaboradas sete proposições que indicam que a existência desses conflitos está fundamentada em comportamento oportunista, seja por motivação própria do assessor ou por pressão da instituição financeira, por força de lei ou por vieses cognitivos. Conclui-se que a relação investidor-assessor é inerentemente conflituosa, contudo, a adoção de iniciativas relacionadas a melhorias no monitoramento das ações do agente e no arranjo de remuneração pelo serviço de assessoria financeira podem contribuir para mitigação dos problemas de agência.

**Palavras-chave:** Conflito de interesse; Assessoria de investimento; Teoria da agência



## ABSTRACT

### **Conflicts of interest in the investor-advisor relationship in Brazil**

The aim of this work was to analyze, under the agency theory framework, the conflicts of interest between investment advisors and household investors in Brazil. To achieve this objective, a systematic literature review was conducted, along with an analysis of current legislation and contracts governing the relationship between investors and advisors, in order to identify potential conflicts of interest. A total of 13 categories of conflicts of interest were identified in this agency relationship, with emphasis on conflicts related to biased investment recommendations with the objective of maximizing commissions and fees, misconduct by advisors due to pressure from their employers, and inadequate client representation due to behavioral issues and cognitive biases. Based on the analysis, seven propositions were developed, indicating that the existence of these conflicts is rooted in opportunistic behavior, either driven by the advisor's own motivation or by financial institutions pressure, legal requirements and cognitive biases. It was concluded that the investor-advisor relationship is inherently conflictual, however, initiatives related to improved monitoring of agent actions and changes in the financial advisory compensation arrangement may contribute to mitigate agency problems.

**Keywords:** Conflict of interest; Investment advice; Agency theory

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1. ESTRUTURA DO SFN, COM DETALHE AO SUBSISTEMA NORMATIVO.....	21
FIGURA 2. ESTRUTURA DO SFN, COM DETALHE AO SUBSISTEMA DE INTERMEDIACÃO.....	22
FIGURA 3. PROCESSO DA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA .....	46
FIGURA 4. MAPA CONCEITUAL DO TEMA DE PESQUISA E SUAS INTERSECÇÕES .....	47
FIGURA 5. ETAPAS DA ANÁLISE DOCUMENTAL.....	52
FIGURA 6. PROCESSO DE CONDUÇÃO DA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA .....	55
FIGURA 7. EVOLUÇÃO ANUAL DO NÚMERO DE ARTIGOS ENCONTRADOS NA PRIMEIRA ETAPA DA RSL.....	56
FIGURA 8. CONFLITOS DE INTERESSE IDENTIFICADOS NA RSL.....	58
FIGURA 9. AGENTES, COM PREVISÃO LEGAL, QUE PRESTAM O SERVIÇO DE RECOMENDAÇÃO DE INVESTIMENTOS PARA PESSOA FÍSICA NO BRASIL .....	64
FIGURA 10. LEIS, RESOLUÇÕES E CONTRATOS QUE REGEM A RELAÇÃO ENTRE INVESTIDOR E ASSESSOR .....	66
FIGURA 11. CONFLITOS DE INTERESSE IDENTIFICADOS NA ANÁLISE DOCUMENTAL .....	67

**LISTA DE TABELAS**

TABELA 1. BASES DE BUSCA.....	48
TABELA 2. PALAVRAS-CHAVE .....	49
TABELA 3. CRITÉRIOS DE INCLUSÃO.....	49
TABELA 4. TIPOS DE DOCUMENTOS PARA ANÁLISE E LOCAL DE BUSCA.....	53
TABELA 5. MAIORES EMPRESAS EM DISTRIBUIÇÃO DE INVESTIMENTOS ENTRE NOV/21 E OUT/22.....	53
TABELA 6. REVISTAS COM QUATRO OU MAIS ARTIGOS ENCONTRADOS NA RSL.....	56
TABELA 7. LISTA DOS ARTIGOS SELECIONADOS NA RSL .....	57
TABELA 8. CATEGORIAS DE CONFLITOS DE INTERESSE IDENTIFICADAS NA RSL E NA ANÁLISE DOCUMENTAL .....	70
TABELA 9. CAUSAS DOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA APLICÁVEIS À RELAÇÃO INVESTIDOR-ASSESSOR .....	74

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

AAI	Agente Autônomo de Investimentos
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANCORD	Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários
APE	Associação de Poupança e Empréstimo
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BC	Banco Central
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CDB	Certificados de Depósito Bancário
CMN	Conselho Monetário Nacional
COE	Certificado de Operações Estruturadas
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LCA	Letras de Crédito do Agronegócio
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
RDB	Recibos de Depósito Bancário
RSL	Revisão Sistemática da Literatura
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SEP	Sociedade de Empréstimo entre Pessoas
SFN	Sistema Financeiro Nacional



## 1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais, definido por Assaf Neto (2015, p. 87) como o grande provedor de “recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo”, está sob constante evolução no Brasil. Dessa evolução temos um cenário no qual o investidor pessoa física, um dos elos desse mercado, passou a ter à disposição inúmeras opções de investimentos, além de também inúmeros profissionais para assessorá-lo na decisão de alocação do seu capital. Essa relação entre investidor e assessor, como será fundamentado ao longo deste trabalho, está suscetível a conflitos de interesse, situação na qual a recomendação de investimento não está alinhada aos objetivos do dono do capital. Dessa forma, o objetivo geral deste trabalho é analisar tais conflitos de interesse e propor recomendações para mitigá-los.

Como forma de contexto, é importante observar que essa evolução no mercado de capitais se fundamenta, em parte, pela redução da inflação e da taxa de juros ao longo das últimas décadas, aspectos determinantes para o aumento do número de investidores em aplicações financeiras (CASAGRANDE; PRADO, 2017). A difusão da tecnologia, popularização do acesso a informações via internet e a plataformas de investimento online, também possibilitaram maior inclusão do investidor individual, pessoa física, nesse mercado (OLIVEIRA; PAULA, 2008). Contribuiu também o crescimento do número de empresas e profissionais habilitados para atender esses novos investidores (ANCORD, 2021).

Se faz necessário contextualizar o termo investidor, cuja definição, para fins deste trabalho, se refere à pessoa que destina parcialmente ou integralmente sua poupança a veículos de investimento no Brasil. Em relação a ‘poupança’, não está relacionada à caderneta de poupança, veículo de investimento amplamente oferecido pelas instituições bancárias, mas à parcela da renda de uma pessoa que não foi utilizada na aquisição de bens e serviços, ou seja, associado a uma postergação do consumo na expectativa de maior dispêndio no futuro (ASSAF NETO, 2015). O recorte deste estudo se dá no investidor individual (pessoa física), definido como o agente que investe recursos próprios e, por consequência, é impactado pelas variações positivas ou negativas em seu patrimônio por conta de suas escolhas financeiras (MARTITS; EID JUNIOR, 2009).

De acordo com Assaf Neto (2015) o termo investimento é definido como a alocação de recursos financeiros em soluções que permitem crescimento da capacidade produtiva do

país, possibilitando maior capacidade futura de geração de riqueza, tais como o financiamento de uma empresa através da aquisição de participação acionária (ações) e disponibilização dos recursos para empréstimo via aplicação em Letras de Crédito Imobiliário (LCI), que visam o financiamento da construção civil.

Em relação às opções para investimento, são cada vez mais extensas, passando pelas soluções amplamente difundidas, como a Caderneta de Poupança, até arranjos mais recentes como o Certificado de Operações Estruturadas (COE), oferecido pelas Corretoras de Valores Mobiliários, evidenciando um mercado de capitais em constante desenvolvimento.

A pesquisa conduzida em 2020 pela B3, a única bolsa de valores brasileira, organização que promove a intermediação da negociação no mercado de capitais (SELAN, 2015), indicou que o aumento do número de investidores em renda variável tem motivação relacionada com a redução na taxa de juros e que, em grande parte, esses novos participantes afirmam ter aprendido a investir através de plataformas e conteúdo online (B3, 2020). Sobre o fator tecnológico, cabe ressaltar o amplo acesso a computadores, sistemas informatizados e à internet, que até meados da década de 90 era considerada realidade apenas em grandes corporações e universidades, mas que desde a virada do milênio passou a fazer parte do cotidiano de milhões de brasileiros.

Utilizando como exemplo o investimento em ações, se antigamente para proceder com tal investimento era necessário um operador (*broker*) fisicamente na bolsa de valores, com o advento do *homebroker* em 1999, ferramenta que permite acesso por cliente final ao sistema de operações da bolsa de valores via corretora de valores mobiliários, é possível efetivar a compra ou venda de ações e outros títulos negociados em bolsas e mercados de balcão organizado de forma online, conforme previsto na Instrução CVM nº 380, de 23 de dezembro de 2002 (CVM, 2002).

Adicionalmente, o acesso a informações mais detalhadas sobre as opções de investimento se limitava aos que trabalhavam no segmento financeiro, acessível através dos gerentes de bancos ou aos poucos que se dedicavam a estudar o tema, seja com apoio de um instrutor especialista no assunto ou por conta própria. Se tratando do investimento no mercado acionário, havia um esforço adicional que exigia do investidor a composição de uma coletânea de recortes dos jornais nos quais eram publicados os balanços financeiros de empresas para análise ou a visita *in loco* na Bolsa de Valores para consultar informações que dessem suporte à tomada de decisão, o que atualmente é passível de consulta imediata na internet. A popularidade de plataformas online possibilitou que investidores de diferentes

perfis e classes sociais explorem as diversas soluções de investimentos disponíveis, em especial o investidor individual (OLIVEIRA; PAULA, 2008).

As novas tecnologias aplicáveis ao setor fundamentam o surgimento de novos termos como *fintech* e banco digital, mas se trata de uma revolução também justificada pela mudança no comportamento dos investidores, que hoje vivem em ambiente economicamente mais estável e dispõem de acesso amplo à informação. Ao longo da última década foi notável o crescimento de novas organizações financeiras, com serviços que vão desde a assessoria individualizada de investimentos, prestada pelos Agentes Autônomos de Investimentos – AAI, Resolução CVM nº 16, de 09/02/2021 (CVM, 2021a), análise e recomendação ativos financeiros através de Analistas de Valores Mobiliários, Instrução CVM nº 598, de 03/05/2018 (CVM, 2018), distribuição de investimentos, oferecido por Corretoras de Valores Mobiliários, Instrução CVM nº 592 de 17/11/2017 (CVM, 2017), e até mesmo a gestão de um portfólio pessoal através do serviço de um Gestor Profissional de Investimentos, Instrução CVM nº 558 de 26/03/2015 (CVM, 2015), ou de um *Family Office*, “escritório privado para gerir e preservar a riqueza da família proprietária” (MOYA; BALANGUER, 2011, p. 84). Novas profissões foram criadas e outras, já existentes, ganharam impulso para se fazerem mais presentes nesse ecossistema de serviços de investimento. Para o investidor individual, que busca soluções para aplicar seus recursos financeiros, mais profissionais estão dispostos a atendê-lo.

Analisando o cenário histórico, a fim de ponderar sobre o contexto dessas mudanças recentes, importante observar que entre o Cruzeiro, adotado como moeda oficial no Brasil em 1942, e o Real, implantado em 1994, o Brasil teve oito moedas diferentes, uma média de apenas seis anos entre cada plano monetário (BC, 2022a). Sobre o Real, o controle inflacionário teve papel fundamental em sua adoção. Nos 15 anos antes de sua implementação, entre 1980 e 1994, a inflação média do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 449,3% a.a. Em comparação, nos 15 anos compreendidos entre 2007 e 2021 a inflação média observada foi de apenas 5,8% a.a. (IBGE, 2022). Não bastasse um ambiente de hiperinflação, outro evento que perturbou muitos brasileiros e, mesmo após mais de 30 anos, ainda gera ansiedade nos investidores, em especial os mais experientes, foi o bloqueio da caderneta de poupança, medida implementada pelo presidente Fernando Collor de Mello em 1990 com objetivo de controle da inflação.

Casagrande e Prado (2017) apontam a inflação, a situação da economia interna e a taxa básica de juros brasileira (SELIC) como fatores determinantes para o aumento do número



de investidores na bolsa de valores. Os autores defendem que a SELIC, utilizada pelo Banco Central como instrumento de controle da inflação, influi diretamente na rentabilidade da maior parte dos títulos de renda fixa, de tal maneira, em períodos de taxas de juros baixas a tendência é que os investidores direcionem seus recursos para ativos de renda variável, tais como ações, em busca de soluções com melhor rentabilidade potencial.

Nesse cenário, é natural supor que as ponderações que pautavam as decisões de investimento no final do século XX são diferentes das observadas atualmente. As preocupações dos investidores certamente mudaram, bem como os produtos financeiros e as organizações que os oferecem. De fato, não é estranho pensar que o investidor individual fosse mais propenso a investir em ativos físicos, como terrenos, casas e fazendas, ou a confiar em seu gerente do banco para a indicação de investimentos, desde que esses sejam seguros a ponto de preservar o poder de compra (ANBIMA, 2022a).

Atualmente o cenário é muito diferente, com excesso de informação sobre investimentos e opção de assessoria não apenas do gerente do banco, mas também junto a consultores independentes, revistas e sites especializados, influenciadores digitais, relatórios emitidos por casas de análise de valores mobiliários, uma vastidão de livros e tantos outros canais de informação. Adicionalmente, para a geração que ingressou no mercado de trabalho na década passada, e que agora passa a dispor de recursos financeiros para investimento, a hiperinflação faz parte de um passado longínquo e não é mais o principal fator a se ponderar em uma decisão de investimento (ANBIMA, 2022a). Os desafios passaram a ser diferentes, dentre eles a dificuldade para, em um oceano de informações, saber filtrar o que é relevante e verídico, identificar e consumir conteúdo de fontes confiáveis, provenientes de profissionais com experiência prática e/ou teórica, e ter pensamento crítico para evitar as fraudes e pirâmides financeiras, que em geral prometem investimentos milagrosos e seguem atraindo multidões, tema que ganha atenção das agências reguladoras e associações (ANBIMA; CVM, 2020). A maior promoção de educação financeira através da recente inclusão da disciplina no ensino básico é outra importante iniciativa para difusão do ambiente de investimentos, uma vez que o conhecimento em gestão financeira promove a compreensão da importância dos investimentos e da economia de forma geral.

O cenário atual se mostra propício ao crescimento do mercado de investimentos. Possivelmente esses fatores ajudam a justificar o aumento de 0,5 milhões de investidores pessoa física cadastrados em Dezembro/2011 na Bolsa de Valores para os 4,6 milhões em Setembro/2022 (B3, 2022a). Novos investidores que, conforme pesquisa da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), ainda tem a

caderneta de poupança como veículo de investimento mais utilizado e que possuem dificuldade para investir sozinhos, sendo que 88% se informam com terceiros sobre produtos financeiros na hora de investir, a maioria através de gerentes de banco ou assessores de investimento (ANBIMA, 2022a). Esses novos investidores em geral não possuem formação na área de finanças, de tal maneira que, conforme Schimank (2011) defende, esses indivíduos terceirizam a decisão de investimento a consultores profissionais que tipicamente trabalham em bancos comerciais, ou decidem formar sua carteira de investimentos com base no próprio conhecimento, obtendo informações em livros ou na mídia em geral.

O número de profissionais à disposição para assessorar esses investidores também cresce exponencialmente, dados da Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (ANCORD) apontam uma evolução de 5.152 Agentes Autônomos de Investimentos (AAI) credenciados em Junho/2017 para mais de 17 mil em Dezembro/2021 (ANCORD, 2021). Esses profissionais prestam “informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado”, incluindo atividades de orientação, suporte e recomendação de investimentos aos investidores individuais, conforme Resolução CVM nº 16, de 09/02/2021 (CVM, 2021a artigo 1º).

A mudança também se dá no número de organizações que visam atender esse mercado, dados do cadastro geral da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2022a) indicam 155 empresas custodiantes de valores mobiliários em funcionamento em dezembro de 2022, enquanto na virada do milênio eram apenas 27.

Essa evolução, talvez mais bem denominada como “revolução” tendo em vista as profundas mudanças no segmento, naturalmente merece atenção da comunidade acadêmica. Este trabalho é dedicado, em especial, à análise do relacionamento entre os diversos profissionais que prestam serviço de assessoria financeira e o investidor individual, no que diz respeito a potenciais conflitos de interesse derivados dessa relação de recomendação de investimentos, onde de um lado temos o dono do capital, em geral com pouca confiança e conhecimento limitado para alocar seus recursos de forma independente (ANBIMA, 2022a; SCHIMANK, 2011), e do outro um profissional contratado para assessorá-lo, contudo, com interesses possivelmente conflitantes.

O tema “conflito de interesses na relação investidor-assessor” já foi explorado em artigos publicados em conceituadas revistas internacionais (e.g. BOLTON; FREIXAS; SHAPIRO, 2007; HACKETHAL; HALIASSOS; JAPPELLI, 2012; INDERST;

OTTAVIANI, 2012a; STOUGHTON; WU; ZECHNER, 2011). Esses estudos apresentam uma convergência de pensamento acerca da existência de tais conflitos e da necessidade de melhor compreendê-los para avaliar potenciais soluções ao mercado financeiro, tão importante e cada vez mais presente no cotidiano da população.

Apesar de um campo relevante, a revisão sistemática da literatura apresentada neste trabalho evidencia pouca influência de estudos brasileiros na área, ademais, observou-se extensiva aplicação de métodos quantitativos como abordagem metodológica, com menos ênfase em análises teóricas que pretendessem explicar os processos que levem a tal fenômeno, se configurando como oportunidade de aprofundamento no tema.

### **1.1. Problema de pesquisa e objetivo**

O número de investidores pessoa física no Brasil tem apresentado crescimento constante ao longo da última década, conforme dados da bolsa de valores (B3, 2022b) e pesquisas conduzidas pelas associações (ANBIMA, 2022a) e entidades reguladoras. Esse cenário se fundamenta, dentre diversos fatores, pela estabilização da moeda brasileira, surgimento de novas opções para investimento, democratização do acesso a produtos financeiros, redução das tarifas por conta do aumento da competitividade e pela difusão de mídias digitais que popularizam acesso a informações.

Apesar da rápida expansão desse mercado a educação financeira ainda caminha a passos lentos no Brasil, de tal maneira que, em geral, a decisão de investimento é realizada com base na recomendação de ativos, serviço prestado por diversos agentes do mercado financeiro, como gerentes de banco ou assessores de investimento (ANBIMA, 2022a). Dado esse cenário, são oportunas algumas reflexões:

- São diversas as opções, previstas em regulação, de profissionais para atender o investidor individual, tais como gerentes de bancos, profissionais de corretoras, consultores financeiros e agentes autônomos de investimentos. O investidor individual tem clareza em relação a todas as opções de serviço que ele tem à disposição? O investidor individual compreende como se dá o modelo de compensação financeira pelo serviço de recomendação de investimento?
- Indo além, ao abrir mão de decidir por conta própria onde alocar seus recursos para se apoiar na recomendação de um profissional, o investidor tem clareza em

relação aos potenciais conflitos de interesse envolvidos na atividade de recomendação de investimentos?

O alto nível de sofisticação e de reorganização no segmento de serviços financeiros no Brasil tornou complexo o entendimento do todo e possibilita interesses divergentes entre intermediários e clientes. O presente trabalho visou organizar informações de modo a contribuir com a análise dessas questões, identificando os agentes com atividade prevista em regulação que prestam o serviço de recomendação de investimentos para pessoa física no Brasil, mapeando potenciais conflitos de interesse entre esse intermediário e o investidor, com recorte específico aos quatro maiores agentes que atuam nesse mercado, analisando tais conflitos sob a luz da teoria da agência e propondo recomendações para mitigá-los.

### **1.1.1. Objetivo geral**

A partir do panorama exposto, o objetivo geral deste trabalho é analisar os conflitos de interesses existentes na relação investidor-assessor, à luz da teoria da agência, e propor recomendações que possam mitigar esse problema de agência.

### **1.1.2. Objetivos específicos**

Como objetivos específicos, esse trabalho se propõe a:

- Listar quem são os agentes aptos, de acordo com a regulação vigente, a prestar o serviço de recomendação de investimento para investidores individuais no Brasil. Ainda, classificá-los em um diagrama por tipo de serviço e por tipo de prestador, seja autônomo ou pertencente a uma organização. Essa entrega tem como propósito contribuir para uma melhor compreensão dos agentes atuantes nesse mercado, uma vez que tal informação carece na literatura;
- Compreender os motivos que levam à existência de conflitos de interesse entre o investidor individual e o profissional que o aconselha, através de uma análise de tais conflitos com base na avaliação dos contratos que regem essa relação.



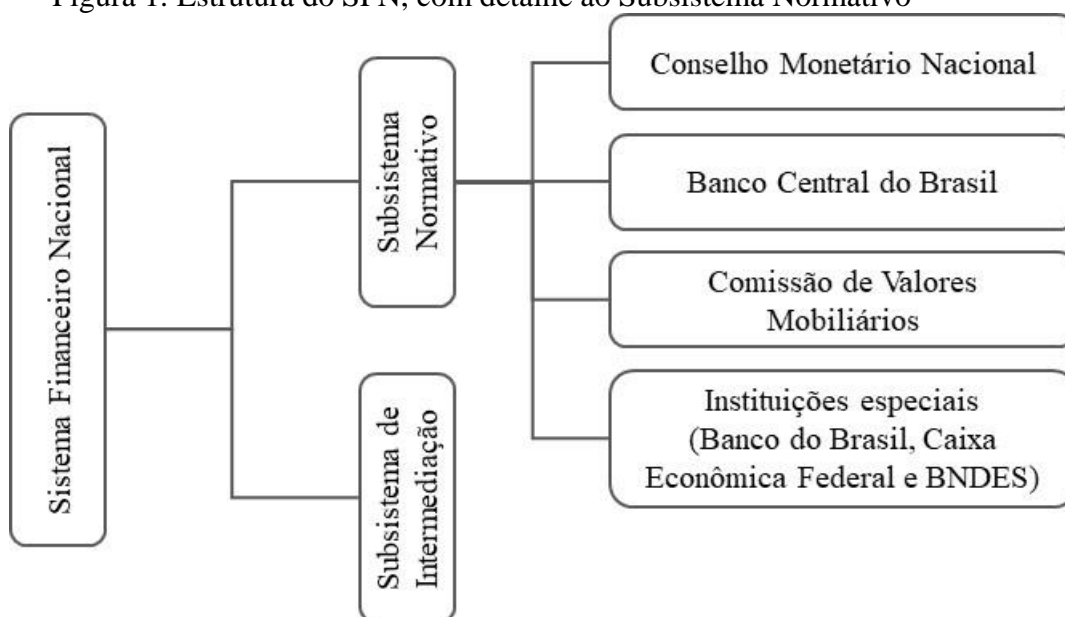
## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Sistema Financeiro Nacional e o segmento de investimentos para pessoa física no Brasil

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por empresas públicas e privadas que viabilizam a relação entre aqueles que poupam e aqueles que necessitam de capital, ou seja, entre os que emprestam seus recursos financeiros e os tomadores do empréstimo (FORTUNA, 2011). Essa intermediação financeira, ainda segundo o autor, tem como objetivo captar os recursos dos agentes superavitários e transferi-los aos deficitários, sendo realizada através de intermediários financeiros, responsáveis por processar essas transações.

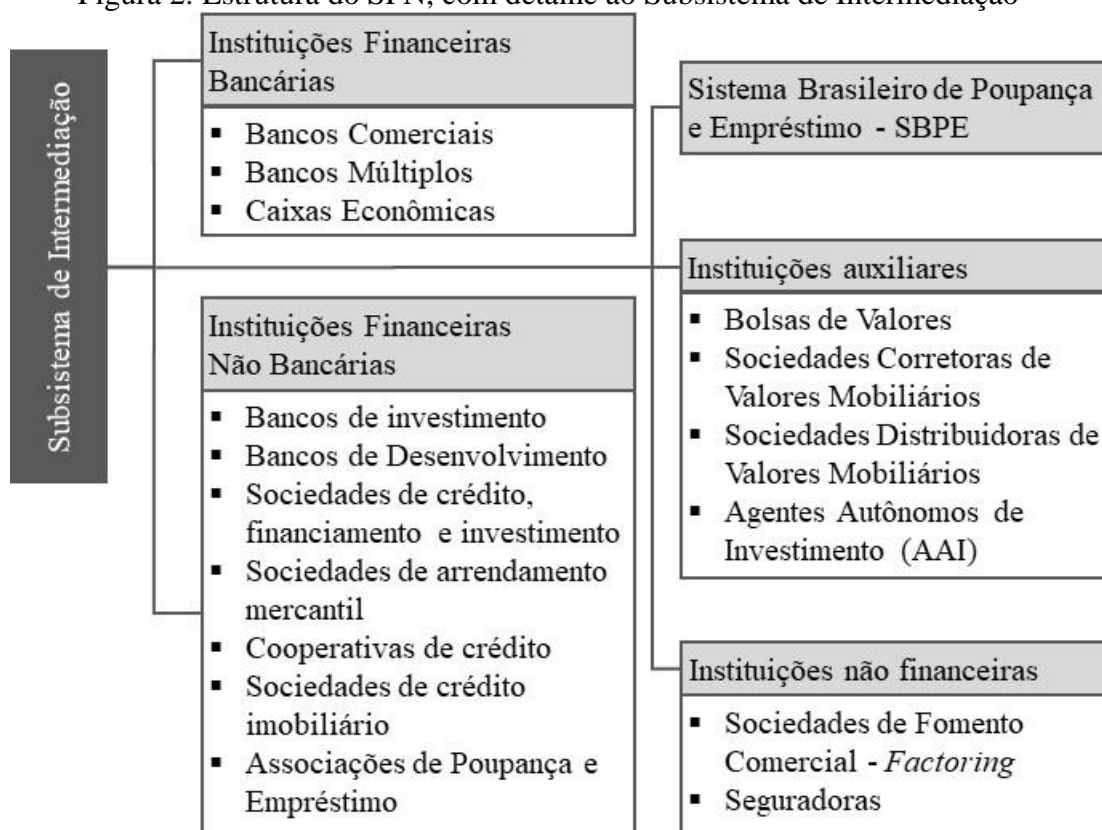
O SFN, segundo Assaf Neto (2015), é um conjunto de instituições e organizações que foi estruturado e regulado segundo a Lei de Reforma Bancária, lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (BRASIL, 1964), Lei do Mercado de Capitais, lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (BRASIL, 1965), e a Resolução de Criação dos Bancos Múltiplos, resolução nº 1.524 do Conselho Monetário Nacional, de 21 de setembro de 1988 (CMN, 1988). Esse sistema é composto de dois subsistemas, o Normativo e o de Intermediação Financeira, conforme exposto nas figuras 1 e 2. O primeiro sistema é responsável pela regulação e fiscalização do mercado e o segundo pelas operações de intermediação financeira.

Figura 1. Estrutura do SFN, com detalhe ao Subsistema Normativo



Fonte: Elaboração própria, com base em Assaf Neto (2015, p. 44)

Figura 2. Estrutura do SFN, com detalhe ao Subsistema de Intermediação



Fonte: Elaboração própria, com base em Assaf Neto (2015, p. 45)

Em relação ao Subsistema Normativo, cabe ressaltar a atuação do Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central (BC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que desempenham importante papel na regulação do mercado. O primeiro é a entidade superior do SFN, cujas competências incluem zelar pela solvência das instituições financeiras, regular o valor da moeda, autorizar a emissão de papel moeda, aprovar os orçamentos monetários do Banco Central, estabelecer os limites de remuneração dos serviços e operações bancárias e regular a constituição e fiscalização das instituições financeiras nacionais (FORTUNA, 2011).

Já o Banco Central é considerado o principal órgão fiscalizador do SFN e possui poder executivo em relação às diretrizes traçadas pelo CMN, tendo como suas atribuições: autorizar o funcionamento e instalação de organizações financeiras, fiscalizar essas organizações, executar a emissão de papel moeda, efetuar operações de compra e venda de títulos do tesouro nacional, dentre outros (BC, 2021).

Quanto à CVM, suas atribuições envolvem o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, sua normatização e controle, além assegurar proteção aos investidores

contra emissões irregulares e atividades de manipulação no mercado. Sua atuação abrange as companhias com capital aberto, cujas ações são negociadas em bolsa de valores, instituições financeiras e os investidores (CVM, 2020). Cabe ressaltar que as normas definidas pela CVM estipulam as formas de atuação do mercado para cada uma das organizações nos diferentes elos do mercado de valores mobiliários.

O Subsistema de Intermediação, conforme antecipado, é composto pelas organizações que atuam em operações relacionadas à intermediação financeira, sendo constituído por Instituições Financeiras Bancárias, Instituições Financeiras Não Bancárias, Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), Instituições Auxiliares e Instituições Não Financeiras, conforme exposto na figura 2.

No que concerne o escopo deste trabalho, vale ressaltar as atuações dos grupos de Instituições Financeiras, bancárias ou não, e Instituições Auxiliares, nos quais há relacionamento direto com investidores individuais, com destaque a:

- Bancos Múltiplos: Conforme resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.099 de 17/8/1994 (CMN, 1994) se trata de instituição bancária que possui ao menos duas das seguintes carteiras: comercial, investimento, crédito imobiliário, financiamento e de arrendamento mercantil.
- Bancos de Investimento: Atuam como agente financiador de empresas carentes de recursos para investimento, suprindo-as com crédito de médio e longo prazo, efetuando operações que podem envolver a subscrição pública de ações e debêntures, dentre outras modalidades de captação de recursos (SECURATO; SECURATO; OLIVO, 2009).
- Sociedades de Crédito Imobiliário: Instituições “especializadas em operações de financiamento imobiliário”, que podem captar recursos provenientes de depósitos de poupança, letras de crédito imobiliário (LCI), letras hipotecárias, dentre outras possibilidades (FORTUNA, 2011, p. 37)
- Bolsa de Valores: Desde 2000 há apenas uma bolsa de valores no Brasil, atualmente denominada B3, responsável pela negociação dos títulos de renda variável. Se trata de uma organização que promove a intermediação da negociação no mercado de capitais, através de ativos como ações, derivativos financeiros, mercado futuro de moedas e commodities (SELAN, 2015).
- Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários: Instituições que efetuam com exclusividade as operações de intermediação e distribuição de títulos e



valores mobiliários da bolsa de valores, além de promover outras atividades como: conduzir ofertas públicas de ações, administrar e custodiar carteiras de títulos e valores mobiliários, administrar fundos e clubes de investimentos, prestar serviços de assessoria técnica em operações relacionadas ao mercado financeiro e intermediar operações de câmbio (SECURATO; SECURATO; OLIVO, 2009).

- Agente Autônomo de Investimento (AAI): Se trata de profissional que atua na forma de preposto das corretoras e distribuidoras de Valores Mobiliários. Pode exercer suas funções na forma de firma individual ou sociedade. Dentre as atividades desempenhadas destacam-se a prospecção de clientes, recebimento e registro de ordens de investimento e prestação de informações sobre os produtos e serviços oferecidos pela empresa corretora/distribuidora (CVM, 2014).

O mercado financeiro, segundo Assaf Neto (2015), pode ser subdividido em quatro: Mercado Monetário; Mercado de Crédito; Mercado de Capitais e Mercado Cambial. Em linha com a delimitação deste trabalho, a ênfase se dá no Mercado de Capitais, sendo esse o elo entre os agentes com capacidade de poupança (investidores) e os tomadores de recurso para financiar seu consumo, seja na aquisição de bens ou serviços. O autor apresenta diversas soluções de investimento disponíveis no mercado de capitais, com destaque às tipicamente utilizadas pelos investidores individuais:

- Ações: Se referem a participações acionárias no capital social de uma sociedade anônima. São valores mobiliários negociáveis, em especial via bolsa de valores para empresas com capital aberto. Se trata de uma forma de financiamento a empresas, que emitem ações com objetivo de captar recursos para investir nas operações da companhia, visando crescimento e geração de riqueza a seus acionistas. Quando negociada pela primeira vez, na oferta pública inicial, também conhecida pela sigla IPO (*Initial Public Offering*), o valor captado é direcionado à empresa, que usualmente o destina à expansão de suas operações, contudo, essas ações posteriormente podem ser negociadas diretamente entre os investidores, no chamado mercado secundário (ASSAF NETO, 2015).
- Debêntures: Títulos de dívida emitidos por empresas de capital aberto com foco na obtenção de recursos de médio e longo-prazo, tipicamente destinados

a “financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil do passivo” (FORTUNA, 2011, p. 379).

- Certificados de Depósito Bancário (CDB) ou Recibos de Depósito Bancário (RDB): Títulos de captação de dívida mais utilizados pelos bancos. Se trata de um depósito a prazo fixo, que representam uma dívida da instituição financeira com o investidor, com remuneração prefixada, ou seja, remuneração definida no momento da aplicação, ou pós-fixada, com correção por um índice de preços acrescido de juros (FORTUNA, 2011).
- Caderneta de Poupança: A modalidade de investimento mais tradicional do Brasil, que remunera o investidor a uma taxa fixa. Se trata de uma solução de baixa rentabilidade, contudo, com baixo risco. Os recursos captados via caderneta de poupança em geral são destinados ao financiamento imobiliário (ASSAF NETO, 2015).
- Letras de Crédito Imobiliário ou Letras de Crédito do Agronegócio (LCI e LCA): Títulos emitidos por instituições de crédito, que constituem uma promessa de pagamento em determinado prazo a uma rentabilidade com regra de cálculo pré-estabelecida. Os recursos captados são destinados ao financiamento imobiliário ou do agronegócio (ASSAF NETO, 2015).

Tendo clareza em relação à organização do Sistema Financeiro Nacional e sua inerente complexidade ao investidor individual, no próximo tópico será explorado o conceito de “serviços para o investidor pessoa física” e o arcabouço regulatório que envolve os agentes que podem atuar nesse mercado.

## **2.2. Aspectos legais da atividade de recomendação de investimentos para pessoa física no Brasil**

O conceito de “serviços para o investidor pessoa física” se refere à prestação de serviços de assessoria técnica para operações no mercado financeiro (ASSAF NETO, 2015). Esses serviços podem envolver atividades de consultoria para proposição de uma carteira de investimentos alinhada aos objetivos do cliente, recomendação de ativos, operacionalização das aplicações financeiras, análise de títulos de renda fixa e de renda variável, monitoramento

e gestão da carteira de investimentos, disponibilização de relatórios de mercado, dentre outras atividades correlatas.

A literatura acadêmica carece de trabalhos que englobem uma visão holística dos diferentes serviços disponíveis ao investidor no Brasil, de forma geral cada pesquisa enfoca apenas um agente ou um grupo específico de agentes desse mercado. Em pesquisa realizada em 04 de Novembro de 2022 na base de busca Scopus (que reúne cerca de 23 mil títulos de revistas) com o termo “*investment recommendation*”, foram identificados apenas 146 documentos entre 2010 e 2022, dos quais nenhum endereça o mercado brasileiro.

De tal maneira, este trabalho está pautado na legislação vigente acerca da atividade de recomendação de investimentos, que determina os agentes aptos a atuar nesse mercado que é, por natureza, bastante regulado. Conforme apresentado previamente, o subsistema normativo do SFN é composto pelo CMN, BC, CVM e Instituições Especiais (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) (ASSAF NETO, 2015), dentre os quais cabe ressaltar a atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários, que desempenham importante papel na regulação do mercado. Conforme já exploramos, o primeiro é o principal órgão fiscalizador do SFN e possui poder executivo em relação às diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário Nacional, tendo como atribuições: autorizar o funcionamento e instalação de organizações financeiras, fiscalizar essas organizações, executar a emissão de papel moeda, efetuar operações de compra e venda de títulos do tesouro nacional, dentre outras atividades (BC, 2021). Quanto à CVM, suas atribuições envolvem o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, sua normatização e controle, além assegurar proteção aos investidores contra emissões irregulares e atividades de manipulação no mercado. Sua atuação abrange as companhias com capital aberto, cujas ações são negociadas em bolsa de valores, instituições financeiras e os investidores (CVM, 2020). As normas definidas pela CVM estipulam as formas de atuação para cada uma das organizações nos diferentes elos do mercado de Valores Mobiliários.

A Resolução CVM nº 51 de 31/08/2021 (CVM, 2021b) apresenta a relação de participantes do mercado de valores mobiliários regulamentados pela CVM que, em conjunto com a Resolução CVM nº 16, de 09/02/2021 (CVM, 2021a), e a Instrução CVM nº 598, de 03/05/2018 (CVM, 2018), totalizam 25 agentes, dentre os quais nove tem previsão legal para a atividade de recomendação de investimentos para pessoa física, são eles: i) Consultor de Valores Mobiliários - Pessoa Jurídica; ii) Consultor de Valores Mobiliários - Pessoa Natural; iii) Administrador de Carteira de Valores Mobiliários - Pessoa Jurídica; iv) Administrador de Carteira de Valores Mobiliários - Pessoa Natural; v) Agente Autônomo de Investimento

(AAI); vi) Analista de Valores Mobiliários - Pessoa Natural; vii) Analista de Valores Mobiliários - Pessoa Jurídica; viii) Corretora de Títulos e Valores Mobiliários; e ix) Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários.

As atividades do **Consultor de Valores Mobiliários**, também denominado Consultor CVM, está amparada na Instrução CVM nº 592 de 17/11/2017 (CVM, 2017), que prevê a possibilidade de atuação por profissionais pessoa natural ou pessoa jurídica. A consultoria de valores mobiliários, conforme artigo 1º da instrução, é considerada a prestação dos serviços de “orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente”, envolvendo diferentes classes de ativos, títulos e valores mobiliários. Para atuar no mercado esse profissional deve se cadastrar perante a CVM e se submeter a sua supervisão.

A atuação do **Administrador de Carteira de Valores Mobiliários**, seja pessoa natural ou pessoa jurídica, está prevista na Instrução CVM nº 558 de 26/03/2015 (CVM, 2015). Suas atividades, conforme artigo 1º, estão relacionadas “ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor” e, ainda conforme a Instrução, deve desempenhar suas atividades buscando atender aos objetivos de investimento de seus clientes, com boa fé e transparência. Esse profissional pode atuar de forma independente ou vinculado a uma instituição financeira, como um fundo de investimento ou um *Family Office*, que se trata de um “escritório privado para gerir e preservar a riqueza da família proprietária” (MOYA; BALANGUER, 2011, p. 84).

O **Agente Autônomo de investimento (AAI)** tem sua atuação regulada pela Resolução CVM nº 16, de 09/02/2021 (CVM, 2021a), que o define como pessoa natural atuante como “preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários” com atividades de “prospecção e captação de clientes”, bem como “prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado”, o que inclui atividades de orientação e suporte aos clientes, conforme Resolução CVM nº 16, de 09/02/2021 (CVM, 2021a artigo 1º). Importante observar que a resolução prevê que o AAI “deve agir com probidade, boa fé e ética profissional”, ademais, deve empregar no exercício da atividade “todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição [...] pela qual tenha sido contratado”, conforme Resolução

CVM nº 16, de 09/02/2021 (CVM, 2021a artigo 15º). A resolução, no artigo 18º, também determina que é vedado ao AAI o recebimento de remuneração dos clientes pela prestação de serviços, sendo esse pagamento de responsabilidade da instituição contratante (integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários). Ademais, o agente autônomo de investimento não pode prestar, mesmo que de forma gratuita, “serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários”.

Bem como o AAI, o artigo 1º da Instrução CVM nº 592 de 17/11/2017 (CVM, 2017) prevê que os “gerentes de investimentos de instituições financeiras [...] podem prestar informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual trabalhem”, ou seja, podem recomendar investimentos de forma limitada aos produtos disponíveis em sua instituição contratante. Tal limitação se aplica ao AAI e profissionais de investimento de **Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários**.

As atividades do **Analista de Valores Mobiliários**, pessoa jurídica ou natural, está prevista na Instrução CVM nº 598, de 03/05/2018 (CVM, 2018), que o define (artigo 1º) como “pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes”, onde compreende-se por relatório de análise quaisquer textos “sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento”. Em geral, esses profissionais atuam em corretoras ou empresas de análise de valores mobiliários, popularmente conhecidas como “casas de *research*”, que se dedicam à elaboração de relatórios que incluem a recomendação de compra ou venda de ativos.

Avançando em relação às atividades previstas pelo Conselho Monetário Nacional e supervisionadas pelo Banco Central temos outros seis participantes do mercado financeiro que possuem, dentre suas atividades, a recomendação de investimentos para pessoa física, são eles: Banco Comercial, Banco de Investimento, Bancos Múltiplos, Cooperativa de Crédito, Associação de Poupança e Empréstimo (APE) e Sociedade de Empréstimo entre pessoas (SEP) (BC, 2022b).

O **Banco Comercial**, ou **Banco Múltiplo que possua a carteira comercial**, é uma organização especializada na intermediação entre poupadores e devedores, com possibilidade de captação via depósito à vista (através de conta corrente aberta em nome do cliente) ou a prazo fixo (através de soluções como CDB e RDB), além de proporcionar serviços financeiros

como desconto de títulos e investimentos (FORTUNA, 2011). Na estrutura organizacional de um banco existem profissionais especializados para distribuição de produtos de investimento, cujo conhecimento relacionado ao mercado financeiro foi previamente atestado mediante certificações que são administradas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2022b).

Os **Bancos de Investimentos**, ou **Bancos Múltiplos com carteira de investimento**, diferentemente dos bancos comerciais não oferecem conta corrente a seus clientes, captando recursos por meio de depósitos a prazo que, em geral, são destinados a financiamento de médio e longo prazo para empresas. Sua atuação, conforme artigo 3º da resolução nº 2.624 de 29/07/1999 do Conselho Monetário Nacional (CMN, 1999), prevê a possibilidade de manutenção de contas relativas a recursos de terceiros recebidos para “aplicação em títulos e valores mobiliários e outros ativos financeiros e/ou modalidades operacionais disponíveis nos mercados financeiro e de capitais [...] relacionadas com a prestação de serviços”. Cabe ressaltar que, apesar de maior foco em operações cujos clientes são pessoa jurídica, essas organizações também oferecem soluções de investimento para pessoa física.

As **Cooperativas de Crédito** são organizações reconhecidas legalmente como instituições financeiras e reguladas pelo Banco Central que podem captar recursos através de depósito à vista ou a prazo, empréstimos e refinanciamento de outras instituições financeiras (ASSAF NETO, 2015). Os cooperados possuem a sua disposição serviços similares aos oferecidos pelos Bancos Comerciais, como conta corrente, cartão de crédito, empréstimos e aplicações financeiras, conforme previsto pela Lei Complementar nº 130, de 17 de abril de 2009 (BC, 2017).

Atualmente há apenas uma **Associação de Poupança e Empréstimo (APE)** em funcionamento no Brasil, a Poupex, gerida pela Fundação Habitacional do Exército (BC, 2020; FORTUNA, 2011). Sua operação de empréstimo é destinada ao mercado imobiliário, já as soluções de investimento são constituídas de depósitos de poupança e letras hipotecárias. Sua atuação está prevista no Decreto-Lei nº 70, de 21 de novembro de 1966 (BRASIL, 1966).

As **Sociedades de Empréstimo entre pessoas (SEP)** são categorizadas pelo Banco Central como *Fintechs*, “empresas que introduzem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia [...] atuam por meio de plataformas online e oferecem serviços digitais inovadores relacionados ao setor” e, neste caso, são organizações que realizam operações eletrônicas de crédito entre pessoas (BC, 2018a). O investidor disponibiliza seu capital à SEP, que o conectará com potenciais clientes que necessitam

crédito, possibilitando assim uma operação financeira remunerada via juros e taxas de operação. A Resolução do Banco Central nº 4.656, de 26 de abril de 2018 (BC, 2018b), regula a operação dessas organizações.

Ao longo dessa revisão da legislação, foram identificados 15 participantes do mercado financeiro que possuem previsão legal para atuar com recomendação de investimentos para pessoa física. Alguns são profissionais que podem atuar de forma independente ou vinculado a organizações, tais como o Administrador de Carteira de Valores Mobiliários, Analista de Valores Mobiliários e Consultor de Valores Mobiliários, outras, como a Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e os Bancos Comerciais, são organizações que possuem autorização para desempenhar a atividade de assessoria de investimentos. É natural que outras organizações, como as empresas de Análise de Valores Mobiliários (*Casas de Research*) e *Family Offices*, possam contratar os profissionais previamente mencionados e atuar de forma regular nesse mercado.

O mercado brasileiro de investimentos expandiu rapidamente ao longo dos últimos anos, conforme dados apresentados previamente, contudo, a educação financeira do investidor individual ainda caminha em passos lentos no país (MEDEIROS; MEDEIROS, 2021). Dessa maneira, muitas decisões de investimento são realizadas com base em recomendações de ativos, serviço prestado pelos diversos agentes previamente mencionados, o que pode levar a potenciais conflitos de interesse (quando esse profissional contratado não age privilegiando o bem-estar do investidor). As próximas duas seções são dedicadas, respectivamente, a estudos prévios acerca de conflitos de interesse na atividade de assessoria financeira e à teoria da agência, que proporcionará uma abordagem teórica sobre o tema.

### **2.3. Estudos prévios acerca do conflito de interesses na relação investidor-assessor**

A literatura em relação ao mercado financeiro é bastante extensa, conforme evidenciado na revisão sistemática a ser apresentada na seção de resultados deste trabalho, abrangendo estudos relacionados ao desempenho de fundos de investimento, estratégias de diversificação e otimização de portfólios, finanças comportamentais, processo de tomada de decisão em ambientes incertos, análise de indicadores econômicos e correlação deles com o comportamento do investidor, comparativos entre diferentes mercados e o impacto cultural, dentre tantos outros enfoques possíveis. Quanto ao tema a que diz respeito esse trabalho, a relação entre investidor e assessor, o número de publicações reduz sensivelmente. Se

limitarmos como abrangência geográfica o mercado brasileiro os resultados são quase inexistentes, com pouco impacto na comunidade científica.

Cabe ressaltar alguns resultados encontrados em busca mais ampla, considerando revistas internacionais conceituadas na área de finanças e economia, como o artigo de Stoughton, Wu e Zechner (2011) que se dedica à análise do modelo de remuneração dos assessores financeiros (intermediários na operação de investimento) que pode variar, em um dos extremos, de um pagamento direto do cliente (investidor) pelo serviço de recomendação e alocação de ativos, até uma compensação, no outro extremo, exclusivamente na forma de comissões pagas pelos gestores dos veículos de investimento como forma de incentivo pela distribuição dos ativos, o que, segundo os autores, pode resultar em uma predileção e tratamento mais favorável, por parte dos assessores, aos veículos que pagam maiores comissões.

Stoughton, Wu e Zechner (2011) tiveram como objetivo investigar o efeito do modelo de remuneração de assessores financeiros na decisão de alocação dos recursos, no retorno do investimento e na riqueza gerada aos agentes envolvidos no processo, tema endereçado mediante abordagem quantitativa com dados do mercado norte americano. Os autores levantam alguns questionamentos, tais como os motivos que tornam incomum a remuneração de assessores via pagamento direto de taxas pelo cliente e como as comissões recebidas pelos intermediários pela recomendação de determinados ativos afeta a rentabilidade dos investidores finais. Sobre a última questão os autores observaram que a rentabilidade dos investidores pode melhorar com a utilização de assessores financeiros, contudo, desde que esses profissionais não recebam comissões para distribuição de ativos. Caso o modelo de remuneração inclua o pagamento de comissão, os autores defendem que a transparência com o investidor é fundamental nesse processo. Outra conclusão interessante é que essas comissões, quando vinculadas a fundos de investimentos, estão associadas com maiores taxas de administração dos fundos e impactam negativamente na rentabilidade do investidor. Edelen, Evans, e Kadlec (2008) também demonstram que quanto maior as comissões pagas pelos fundos de investimentos aos assessores, melhor a distribuição (venda) de cotas do fundo, contudo, menor o retorno financeiro para os investidores.

Observações similares foram encontradas no trabalho de Inderst e Ottaviani (2012a), que também se propuseram a estudar a estrutura de remuneração dos intermediários, em especial comparando os resultados obtidos por investidores conscientes do modelo de remuneração contra aqueles que desconhecem a estrutura de pagamentos. O estudo foi



conduzido através de abordagem quantitativa e concluiu que investidores ingênuos em relação às comissões recebidas pelos assessores estão mais suscetíveis a receber recomendação de ativos com maiores taxas de administração e, conseqüentemente, que pagam maiores comissões ao assessor. Na situação contrária, quando os clientes estão cientes do modelo de compensação, os assessores são induzidos a buscar os produtos financeiros mais adequados às necessidades específicas do investidor, proporcionando melhores recomendações. Os autores afirmam que uma intervenção regulatória que promova maior clareza quanto às comissões é fundamental para proteger clientes.

O trabalho ainda evidencia que o modelo de compensação mais comum adotado no mercado é baseado em comissões ao invés de taxas pagas diretamente pelos clientes, levando a recomendações enviesadas de ativos financeiros. Conforme exposto no artigo, isto se dá devido ao perfil majoritariamente ingênuo dos investidores em relação à natureza auto interessada das recomendações dos assessores, de forma que a estrutura de remuneração deixa de ser eficiente ao maximizar apenas os ganhos dos intermediários e gestores dos ativos financeiros recomendados, enquanto os investidores pouco se beneficiam nessa relação.

Hackethal, Haliassos e Jappelli (2012) aprofundaram, via análise estatística com dados de mais de 37 mil investidores individuais de uma corretora e de um banco alemão, o estudo das implicações no retorno financeiro de carteiras de investimento que contam com assessoria financeira em comparação a carteiras autogeridas (quando o investidor toma suas decisões sem influência de um intermediário). Os resultados corroboram com as pesquisas anteriores, identificando que “o envolvimento de assessores financeiros diminui o retorno da carteira, piora o perfil risco-retorno, medido através do indicador Sharpe; e aumenta o giro de investimentos e a alocação em fundos, de forma consistente com os incentivos de comissão” (HACKETHAL; HALIASSOS; JAPPELLI, 2012, p. 510).

Nesse estudo os autores trataram separadamente assessores independentes e assessores que são funcionários de uma instituição bancária, evidenciando impacto negativo nos dois casos quando comparado com carteiras autogeridas, contudo, resultados piores são observados nas carteiras atendidas pelos bancários. Os autores atribuem esse impacto às taxas de corretagem, associadas ao maior giro dos ativos de investimento, e às comissões que ambos os profissionais recebem para recomendar veículos de investimento específicos (em geral fundos de investimento).

Em outra pesquisa, Bolton, Freixas e Shapiro (2007) contrapõem o conhecimento convencional de que apenas através de um assessor independente, remunerado exclusivamente pelo cliente, é possível obter uma orientação confiável (sem conflito de

interesses). O artigo suscita a questão de que assessores financeiros possuem mais informações acerca de investimentos do que os investidores que contratam seus serviços e, através de modelagem quantitativa, explora o modelo atual de precificação desse conhecimento comparando bancos pertencentes a grandes conglomerados e instituições financeiras especializadas. Dentre as conclusões do estudo, os autores observaram que o fator reputacional das organizações e profissionais a elas atrelados é fundamental nessa equação, portanto, em cenários de maior competitividade no segmento de intermediários financeiros é possível observar melhor qualidade na recomendação de investimento aos clientes, afinal, a competição leva as empresas a diferenciar seus produtos além de reduzir os benefícios de uma atuação de má fé. Os autores defendem que, em alguns ambientes mais competitivos ou com maior consolidação de organizações financeiras, é possível eliminar esse conflito de interesse.

Partindo da suposição de que é improvável que um intermediário diga a seu cliente que a empresa concorrente possui um produto financeiro que melhor atenderá sua necessidade ao invés de tentar induzi-lo a aceitar um de seus produtos, os autores avaliaram também que a consolidação de grandes empresas, na forma de bancos que ofertam múltiplos produtos, pode ser uma solução para diminuir tal conflito de interesse, uma vez que o assessor terá a sua disposição mais opções para ofertar ao investidor, aumentando a possibilidade de prover informações confiáveis.

Carlin e Gervais (2012, p. 71–72) contrapõem o argumento de Bolton, Freixas e Shapiro (2007) ao afirmar, com referência a diversos estudos prévios, que “reputação é insuficiente para induzir comprometimento total com qualidade ou com a recomendação”, uma vez que nesses mercados os produtos financeiros e preços são “inerentemente difíceis para o consumidor decifrar”, ademais, a baixa recorrência de interação entre cliente e assessor limita a eficiência de um sistema de “reputação como um dispositivo disciplinador, especialmente quando as transações e experiências dos outros participantes do mercado não são publicamente observáveis”.

O estudo também reforça a importância de um aparato regulatório que proteja o investidor, uma vez que “sem a lei nenhuma das partes pode se comprometer a agir no melhor interesse dos consumidores, e nenhum excedente econômico que os mercados podem potencialmente gerar é realmente realizado” (CARLIN; GERVAIS, 2012, p. 96). Em contraste, quando as empresas se autorregulam, a tendência é a promoção de um maior volume de veículos de investimento (associado a recomendações, pelos assessores) com

menor qualidade, reduzindo assim a eficiência de distribuição de riqueza com o cliente final desta cadeia, o investidor.

Na mesma linha, Campbell et al. (2011) estudaram mecanismos de proteção ao cliente de produtos financeiros nos Estados Unidos, através da avaliação do comportamento de indivíduos em estudos de caso relacionados à escolha de modalidade de hipoteca, de financiamentos e investimentos, concluindo que é fundamental um ambiente regulatório que possibilite maior eficiência ao mercado e consequente melhor distribuição dos resultados entre os elos dessa cadeia. Segundo os autores, ao longo das últimas décadas tem sido apresentado aos indivíduos um conjunto cada vez mais amplo de produtos financeiros, associado à constante expansão do número de empresas, o que leva uma atordoante quantidade de informações, influenciando nas decisões de clientes que nem sempre agem de forma utilitariamente racional.

Bhattacharya et al. (2012), contudo, em ampla pesquisa de campo com aproximadamente oito mil investidores individuais na Alemanha, identificaram que para melhores decisões de investimento não basta que os assessores forneçam recomendações sem vieses, sendo essa uma condição necessária, mas não suficiente. Os autores tiveram como objetivo avaliar se investidores se beneficiariam, em termos de retorno financeiro, de recomendações sem vieses, e observaram que mesmo recebendo melhor aconselhamento, ou seja, livre de incentivos para o assessor, em geral os clientes não seguiram as recomendações e perderam a oportunidade de melhorar significativamente a eficiência de suas carteiras conforme evidenciado em análise *ex-post*. O desafio, como observado na pesquisa, vai além de condições racionais e puramente analíticas, envolvendo uma questão comportamental e de relacionamento, afinal, “como diz o ditado, você pode levar o cavalo até a água, mas não pode fazê-lo beber” (BHATTACHARYA et al., 2012, p. 1019).

Esse problema foi parcialmente endereçado por Nussbaumer, Matter e Schwabe (2012) ao avaliarem o papel da transparência entre assessor-cliente como elemento crítico dessa relação, possibilitando melhor colaboração e interação entre as partes, maior compreensão do cliente acerca dos produtos recomendados e diminuição da assimetria de informação existente, levando a decisões mais ricas. Sobre esse último ponto os autores destacam que o fato de o assessor, em geral, ter mais conhecimento do que o cliente no tema investimentos leva a uma assimetria de informações e potencial assimetria de interesses (quando o assessor explora essa situação para tirar vantagem do investidor). Esse tema é extensivamente explorado na teoria da agência. Dentre os potenciais conflitos nessa relação os autores apontam a possibilidade de o assessor disponibilizar apenas informações superficiais

ou ainda “recomendar produtos que não são adequados às necessidades dos clientes, mas rentáveis ao assessor em termos de comissões” (NUSSBAUMER; MATTER; SCHWABE, 2012, p. 11:2).

Apesar de um olhar bastante breve na bibliografia, que possui resultados mais abrangentes e detalhados apresentados na revisão sistemática da literatura deste trabalho, dentre os diversos estudos apresentados é possível observar uma tendência de utilização de abordagens quantitativas como metodologia de pesquisa e temas que se apoiam no modelo de remuneração da atividade de assessoria de investimentos, comparando extremos que vão desde a compensação exclusivamente mediante comissões por venda até um formato de pagamento direto pelo cliente. Outros temas explorados estão relacionados à rentabilidade comparativa entre clientes com e sem assessoria (e mesmo os resultados em diferentes modelos de remuneração), análise do ambiente regulatório e sua relevância ao investidor e, por fim, a importância de recomendações de investimento com qualidade, contudo, sem deixar de explorar algumas das questões comportamentais dos clientes que podem ou não as acatar. Contudo, é importante reforçar que tais trabalhos possuem limitações geográficas, em geral abrangendo regiões da Europa e Estados Unidos, e se concentram em um período que reflete o final dos anos 2000 e início dos anos 2010.

#### **2.4. Teoria da agência**

No período pré-revolução industrial era comum a figura do “proprietário-trabalhador”, responsável pelas diferentes funções de uma empresa, bem como a realidade de pequenos produtores rurais no dias atuais, contudo, ao longo do século XIX as estruturas organizacionais passaram a promover uma divisão nas funções do proprietário, interessado na prosperidade da empresa, e do gerente, contratado para agir em nome do proprietário com intuito de atingir os objetivos organizacionais. Sob o sistema corporativo a posição do dono da empresa tem sido reduzida ao conjunto de interesses jurídicos e financeiros incorridos pela operação da companhia, cuja gestão foi delegada a um profissional que toma suas decisões, presumivelmente, em linha com os interesses dos proprietário (BERLE; MEANS, 1932).

Berle e Means (1932) defendem que quando o dono estava na posição de ação e controle de seu empreendimento ele poderia operá-lo em consonância com seus interesses. Essa premissa ainda é considerada válida e se espera que, mesmo com delegação das atividades de gestão, a empresa será operada de forma alinhada aos interesses de seus

acionistas. Contudo, o que justifica assumir que aqueles com controle, ou seja, funcionários que possuem autonomia para agir em nome dos donos, escolherão operar a organização com base nos desejos dos acionistas? Os autores defendem que a resposta para essa pergunta dependerá do grau em que diferem os interesses daqueles que controlam a empresa em comparação com os interesses dos proprietários.

As organizações modernas passaram a ter maior separação entre posse e controle, fundamentando as bases da teoria da agência que foi profundamente explorada a partir da década de 70 (JENSEN; MECKLING, 1976). O acionista, denominado na teoria como “principal”, delega autoridade ao gerente, denominado “agente”, para gerenciar a empresa em seu nome, contudo, a grande preocupação é se esses gerentes agirão em benefício próprio ou preservando os interesses dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Apesar de Berle e Means (1932) terem providenciado as bases para o que viria a se tornar a teoria da agência, o foco dos autores estava em explorar a problemática do controle das empresas e questões de governança corporativa. Jensen e Meckling (1976), autores que se tornaram referência no campo da teoria da agência, trouxeram contribuições importantes que permitiram a expansão e aplicação do campo em outras problemáticas.

Empiricamente a teoria da agência é considerada uma perspectiva válida, cuja aplicação é principalmente recomendada em estudos que envolvam estruturas de cooperação entre diferentes partes (EISENHARDT, 1989), sendo que em geral são explorados problemas relacionados a separação de posse e controle, assimetria de informações, diferentes perfis de risco e conflitos de interesse, onde, de um lado há o principal, detentor do capital, e do outro o agente, que faz a gestão desse capital em nome do principal (PANDA; LEEPSA, 2017).

Exemplos de relação de agência são universais, contudo, “são mais interessantes quando envolvem escolhas sob condições de incerteza” (ROSS, 1973, p. 134). Ainda segundo Ross (1973), problemas de agência ocorrem quando essas partes em cooperação possuem diferentes objetivos e divisão de funções. Jensen e Meckling (1976) ainda resumem como uma relação na qual uma parte (principal) delega atividades a outra (agente), de tal maneira, o foco da teoria é resolver dois principais problemas que podem derivar dessa relação, sendo eles: i) o problema de agência, quando os interesses das partes são conflitantes e é custoso ou difícil monitorar a ação do agente; e ii) o problema de compartilhamento de riscos, que “ocorre quando o principal e o agente possuem atitudes diferentes em relação a riscos”, ou seja, cada um pode ter predileção por ações diferentes em uma mesma situação, uma vez que possuem tolerância a risco diferentes (EISENHARDT, 1989, p. 58).

A teoria da agência tenta descrever essa relação entre as partes utilizando o contrato como metáfora (JENSEN; MECKLING, 1976). “Neste paradigma a relação de agência é o contrato, já os incentivos, mecanismos de monitoramento, conexão, e outras formas de controle social realizadas para minimizar custos de agência constituem os elementos do contrato” (SHAPIRO, 2005, p. 266). Pode-se afirmar que a unidade de análise é o contrato que rege a relação entre agente e principal, portanto, a teoria tem como foco determinar o modelo contratual mais eficiente para governar essa relação, levando em consideração a aceitação de premissas relacionadas a aversão a riscos, auto interesse e assimetria de informações, sendo a “informação” considerada um produto que tem custo para ser obtido, mas pode ser “comprado” (EISENHARDT, 1989).

A teoria da agência toma como premissa que as pessoas tem aversão a risco e propensão ao oportunismo (EISENHARDT, 1989). Quanto ao oportunismo, para Williamson (1985, p. 47) geralmente está relacionado a uma “revelação incompleta ou distorcida de informações, especificamente voltada a esforços para enganar, alterar, disfarçar, ofuscar, ou, de outra maneira confundir” parceiros em uma transação. O problema de agência é tipicamente definido como a possibilidade de comportamento oportunista pelo agente que age contra o bem-estar do principal (BARNEY; HESTERLY, 2004).

O esforço para minimizar a possibilidade de comportamento oportunista gera custos, denominados como custos de agência, definidos na literatura (JENSEN; MECKLING, 1976) como um agregado de: i) custos de monitoramento: dispendidos pelo principal para monitorar as ações e o desempenho do agente, bem como despesas de recrutamento e treinamento de agentes; ii) custos de conexão: definidos na literatura como “*bonding costs*”, referem-se a despesas incorridas pelo agente para demonstrar confiabilidade ao principal, ou seja, através de mecanismos adotados pelos agentes para tranquilizar os proprietários, como autoimposição de metas atreladas ao atingimento de determinados objetivos, prevendo gratificações ou penalizações, além da implantação de mecanismos de transparência que possibilitem a redução da assimetria de informações entre as partes; e iii) perdas residuais: quando o agente não age de forma a maximizar o resultado do principal podem ocorrer prejuízos ao principal, denominado como perda residual (BARNEY; HESTERLY, 2004). A existência de tais custos sugere que o principal tem incentivos para monitorar o agente, e esse, por sua vez, para assegurar ao principal que age de forma alinhada aos interesses estabelecidos na relação, de tal maneira, ambos findam absorvendo custos de agência relacionados à delegação de

autoridade. Importante reforçar que os contratos, centrais na teoria da agência, especificam os acordos de monitoramento e de vinculação entre as partes (BARNEY; HESTERLY, 2004).

As fontes dos problemas de agência são o risco moral, amplamente difundido na literatura como “*moral hazard*”, e a seleção adversa (ARROW, 1985). Quanto ao primeiro, está relacionado a situações nas quais as ações dos agentes são realizadas de forma escondida do proprietário ou quando possuem alto custo de monitoramento. Na prática é muito difícil observar todas as ações do agente, além de ser oneroso e praticamente impossível observar o esforço e habilidade, atributos muitas vezes qualitativos, de um profissional (BARNEY; HESTERLY, 2004). Quanto à seleção adversa, está relacionada a posse de informações pelo agente que não estão disponíveis ao principal, ou seja, possibilitando um comportamento oportunista ao disponibilizar as informações de forma seletiva, escondendo aquelas que não vão de encontro aos interesses do agente (BARNEY; HESTERLY, 2004).

O incentivo via remuneração é a forma mais comum de promover comprometimento do agente, de forma que seus ganhos estejam atrelados ao desempenho com relação ao interesse do principal. Contudo, outras recompensas, além da financeira, podem ser utilizadas para alcançar o bem-estar de ambos, tais como formas de reconhecimento que possibilitem maior reputação ao agente. Ademais, “os gestores em firmas de maior sucesso podem não receber qualquer ganho imediato em salário, mas o sucesso de sua firma pode aumentar seu valor no mercado de trabalho” (BARNEY; HESTERLY, 2004, p. 151). Cabe ressaltar que uma das críticas à teoria da agência está justamente no fato de pressupor que as pessoas são, a priori, motivadas por aspectos financeiros, ignorando outras ciências comportamentais (BARNEY; HESTERLY, 2004).

Os precursores da teoria deram bastante ênfase na relação contratual e de remuneração entre principal e agente. Jensen e Meckling (1976) defendem que a relação de agência é uma forma de contrato entre as duas partes, na qual ambos agem em benefício próprio, o que leva ao conflito de agência. Nesse contexto, além de um monitoramento eficiente por parte do principal em relação às atividades desempenhadas pelo agente, é fundamental a implementação de um arranjo de remuneração apropriado nesse contrato. Nesse sentido, Eisenhardt (1989) apresenta em seu trabalho uma extensa revisão bibliográfica sobre teoria da agência que culmina em duas proposições: i) o agente agirá em favor do principal caso a relação contratual contenha uma estrutura de recompensa baseada em resultados; e ii) se o principal tiver acesso a informações sobre as ações dos agentes, eles representarão adequadamente seu contratante.

Além das propostas apresentadas pela Eisenhardt (1989), a literatura na área aponta outras soluções para mitigar os problemas de agência, tais como revisão periódica das métricas de remuneração dos executivos, possibilidade de participação acionária aos gerentes e diretores, inclusão de conselheiros independentes no conselho administrativo para ajudar a supervisionar a ação dos gestores, aumentar o pagamento de dividendos como forma de reduzir o conflito entre acionistas minoritários e majoritários, dentre outras iniciativas (PANDA; LEEPSA, 2017).

A teoria da agência se desenvolveu em duas linhas, a positivista e a principal-agente, ambas compartilham a mesma unidade de pesquisa (o contrato entre as duas partes) e as premissas relacionadas a pessoas (a aversão a riscos e auto interesse), a organizações (objetivos conflitantes entre os participantes e assimetria de informação entre principal e agente) e a informações (vista como uma *commodity*, que tem um custo para ser obtida, mas é “comprável”) contudo, diferem no estilo, rigor matemático e escolha de variáveis dependentes (EISENHARDT, 1989).

Esse trabalho é endereçado com base na corrente positivista que, sob um ponto de vista teórico, objetiva descrever os mecanismos de governança que inibem o agente a agir em interesse próprio, solucionando o problema de agência. A abordagem de pesquisa positivista é menos matemática do que a utilizada na perspectiva principal-agente (EISENHARDT, 1989) e duas proposições definem bem os mecanismos de governança identificados na corrente positivista: i) “quando o contrato entre principal e agente é baseado em resultados, o agente tem mais probabilidade de agir em linha com os interesses do principal”; e ii) “quando o principal tem informação para verificar o comportamento do agente, esse tem maior probabilidade de agir em linha com os interesses do principal” (EISENHARDT, 1989, p. 60).

Em seu desenvolvimento inicial a teoria da agência tratava a relação entre gestores e proprietários de organizações, desta forma, foi amplamente utilizada para analisar a estrutura de controle das empresas e a remuneração de seus administradores (BARNEY; HESTERLY, 2004). Apesar de, em uma das obras seminais da teoria da agência, Jensen e Meckling dedicarem atenção especificamente a “apenas uma pequena parte deste problema genérico – a análise de custos de agência gerados pelos arranjos contratuais existentes entre os donos e a alta liderança da organização”, os autores afirmam que o problema de agência é muito abrangente (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 309). Recentemente essa teoria tem sido utilizada no estudo de relações entre os diversos stakeholders de uma organização, como a relação entre empregados e clientes, acionistas e credores, entre diferentes gestores em uma



mesma organização, dentre outras aplicações (BARNEY; HESTERLY, 2004), envolvendo áreas como contabilidade, economia, finanças, marketing, ciências políticas e comportamento organizacional (EISENHARDT, 1989). Os problemas de agência naturalmente são muito amplos e a literatura nessa área, em geral, está focada na compreensão de tal problema em suas diferentes formas e nos custos envolvidos para mitigação (PANDA; LEEPSA, 2017).

Uma relação de agência existe quando uma parte age em nome de outra (SHAPIRO, 2005), partindo desta explicação tal relação é amplamente generalizável e se aplica a situações que, por exemplo, podem envolver ou não remuneração entre as partes, tal como Shapiro bem exemplifica quando se autointitula agente enquanto responsável pela elaboração de um ensaio sobre teoria da agência a pedido do editor (principal) da revista *Annual Review of Sociology*, uma relação não monetária entre partes que, conforme afirma a autora, possuem interesses distintos. As pesquisas, em geral, se apoiam na análise de relações de agência em organizações, contudo, Kiser (1999, p. 150) observa que a teoria clássica da agência “é uma teoria organizacional sem organizações”, de tal maneira, aplicável a relações fora do ambiente organizacional ou mesmo de forma híbrida, como entre clientes e membros de organizações.

Cabe ressaltar que dentre as críticas relacionadas à teoria da agência, alguns autores (e.g. PERROW, 1986) argumentam que o problema também pode se dar do lado do principal, que pode agir oportunisticamente em relação ao agente, no sentido de enganá-lo ou explorá-lo dentro da relação de agência. Perrow (1986) afirma que os primeiros estudiosos da teoria da agência foram incapazes de reconhecer os problemas de agência do lado do principal, além de se prenderem a uma visão de profissionais avessos ao trabalho e auto interessados, quando, segundo o autor, em algumas organizações ou relações sociais as pessoas agem de forma altruísta e cooperativa. Essas críticas levaram ao desenvolvimento de uma nova corrente, conhecida como *stewardship theory*, que vê os agentes como pessoas de bom caráter que valorizam a cooperação, coordenação e o trabalho em equipe (SHAPIRO, 2005).

Apesar da teoria da agência clássica defender que o problema de agência pode ser mitigado através de um contrato apropriado, há literatura crítica na área apontando que na prática existem muitos obstáculos para construção de tal contrato, como a assimetria de informações entre agente e principal e os altos custos de transação e de mensuração (PANDA; LEEPSA, 2017).

Nessa breve revisão teórica fica evidente que, apesar de algumas limitações relacionadas às premissas que fundamentam a teoria da agência, ela segue como uma corrente de pesquisa amplamente aplicável, ajudando pesquisadores no estudo de relações em que há potencial conflito de interesse, como o caso explorado nesse trabalho.

Importante observar, porém, que não se trata da única corrente teórica capaz de explorar esse tema. O problema de pesquisa também pode ser endereçado no campo da economia comportamental, explorando vieses cognitivos como o da hiper confiança e da disponibilidade, que podem levar a erros na escolha da alocação dos recursos de investimento não devido a comportamento oportunista, mas por uma questão cognitiva relacionada à racionalidade limitada dos indivíduos, conforme essa corrente teórica defende. Campbell et al. (2011), por exemplo, afirmam que indivíduos nem sempre agem, em decisões financeiras, de forma a maximizar os resultados por falta capacidade cognitiva para avaliar todas as informações necessárias.

Apesar dessa outra possibilidade para endereçar o estudo, nesse trabalho o foco será a teoria da agência pelo caráter inovador de aplicação desse campo no problema de pesquisa proposto. Na próxima seção a teoria da agência será explorada em relação ao mercado financeiro, especificamente no processo de decisão de investimentos.

## **2.5. Teoria da agência e o processo de decisão de investimentos**

Em seu estudo sobre o processo de decisão de investimentos, Heckerman (1975, p. 273) inicia afirmando que “frequentemente falta conhecimento sobre oportunidades de investimentos aos proprietários de capital [...] uma alternativa é buscar a assistência de um gerente”. O autor define o “problema do proprietário ao contratar tal serviço como um problema de compra de informação” e chama atenção que muitas vezes essa transação ocorre mesmo quando o dono do capital não tem capacidade de formar uma opinião própria sobre o valor de tal informação, de maneira que, uma das preocupações é prever um mecanismo de remuneração que induza o gerente a agir com base nos interesses do investidor.

A situação descrita por Heckerman (1975) é uma clássica relação de agência, onde de um lado temos o dono do capital a ser investido (principal) que, neste caso, tem pouco conhecimento sobre oportunidades de investimento, e do outro o gerente (agente) contratado para dar assistência ao principal nesse processo de tomada de decisão para investimento. É natural supor que as partes possam ter interesses conflitantes; possivelmente o principal deseja maximizar seus ganhos tendo em vista um determinado nível de risco, enquanto o agente pode ser motivado pelos ganhos pessoais nessa operação, bem como por ganhos reputacionais, dentre tantas outras possibilidades.

Para elaborar tal contrato que engaje o agente a agir com base nos interesses do principal, Heckerman (1975, p. 273) conclui que o investidor deverá ter “conhecimento sobre as alternativas de investimento conhecidas pelo gerente”, seu perfil de apetite a riscos, bem como algumas “características das oportunidades de investimento”. Conforme apresentado anteriormente, tais informações são custosas de obter, incorrendo em custos de agência, ademais, “o desenho de tal contrato é muito complicado devido à falta de informação do proprietário sobre o retorno dos investimentos” (HECKERMAN, 1975, p. 273).

Fica evidente que, ainda que não tenha utilizado tal nomenclatura, o autor utiliza do conceito de seleção adversa quando defende que o principal deveria ter informação sobre “as alternativas de investimento conhecidas pelo gerente”. Observamos também o conceito de compartilhamento de riscos, cujo problema “ocorre quando o principal e o agente possuem atitudes diferentes em relação a riscos”, ou seja, predileção por investimentos diferentes em uma mesma situação, uma vez que possuem diferentes tolerâncias a risco (EISENHARDT, 1989, p. 58).

Esse “problema do investidor” é um caso particular do problema de agência preconizado na teoria da agência (ROSS, 1973), e podemos encontrar outras inúmeras situações similares em relações onde há a contratação de um profissional para aconselhamento financeiro, serviço amplamente utilizado por investidores organizacionais e também investidores individuais. Desde que o investidor se considere inapto para a tomada de decisão sozinho, em geral por desconhecimento das oportunidades de investimento, e haja o apoio de um profissional externo para aconselhamento, haverá uma relação de agência com potencial conflito de interesses.

Esse profissional contratado tem como característica importante sua “suposta habilidade para ‘avaliar’ e/ou ‘produzir’ retorno superior” sobre um investimento (HECKERMAN, 1975, p. 281). Via de regra tais profissionais provêm de organizações financeiras, como bancos, corretoras de valores mobiliários, gestoras de investimentos, casas de análises de valores mobiliários (casas de *research*) ou mesmo de profissionais independentes, tais como agentes autônomos de investimentos (AAI) e consultores de investimentos.

Os interesses conflitantes entre o profissional que presta assessoria de investimentos e o cliente, conforme explorado nas seções anteriores, são evidentes e podem levar a distribuição não ótima dos recursos financeiros, potencialmente privilegiando a parte que detém mais informações (nesse caso, o assessor). Na área da administração e da economia problemas de conflito de interesse são muito comuns, como o existente no relacionamento

entre os proprietários dos meios de produção e os funcionários contratados para administrá-los, como bem explorado por Jensen e Meckling (1976), também na relação entre acionistas majoritários e minoritários de organizações (FAMA; JENSEN, 1983), e mesmo entre credores e donos de empresa no que diz respeito a decisões de investimento e financiamento (DAMODARAN, 1997). A teoria da agência se apresenta como linha teórica amplamente utilizada para endereçar tais questões, explorando problemas relacionados à separação de posse e controle, assimetria de informações, diferentes perfis de risco e conflitos de interesse, onde, de um lado há o principal, detentor do capital, e do outro o agente, que faz a gestão desse capital em nome do principal (PANDA; LEEPSA, 2017).

A viabilidade da utilização da teoria da agência para avançar em estudos que abordam a relação entre o investidor e o assessor é evidente, uma vez que trata justamente da separação entre posse e controle e envolve elevada assimetria de informações. Alguns estudos previamente mencionados (e.g. CARLIN; GERVAIS, 2012; HACKETHAL; HALIASSOS; JAPPELLI, 2012; INDERST; OTTAVIANI, 2012a) ajudam a reforçar essa tese, afinal, utilizam referências da teoria da agência para explorar seus problemas de pesquisa, evidenciando sua aplicabilidade neste campo de estudo.

Na relação com o investidor há possibilidade de o assessor agir em benefício próprio, seja disponibilizando apenas alternativas de investimento previamente selecionadas que os beneficiam de alguma maneira, ou agindo de forma oportunista através de outros mecanismos. Fica como questionamento como se dão os processos que levam à existência de tais conflitos e como compreendê-los sob a luz da teoria da agência. Essa questão foi amplamente explorada ao longo deste trabalho, através da metodologia proposta no próximo tópico.



### 3. METODOLOGIA

O desenvolvimento metodológico desse trabalho se deu através de um estudo de caso, mediante análise dos documentos que regem a relação entre principal e agente, e de uma revisão sistemática da literatura (RSL), identificando o que já foi publicado sobre o tema em estudo: conflitos de interesse na atividade de recomendação de investimentos.

A RSL é uma síntese de estudos sobre uma questão específica realizada através de metodologia clara, organizada e reproduzível, permitindo, em sua etapa inicial, a delimitação das fronteiras do tema em estudo e identificação dos constructos adequados para busca (PALMATIER; HOUSTON; HULLAND, 2017). Os autores ainda defendem que essa metodologia tem grande potencial de contribuição no âmbito acadêmico uma vez que possibilita a continuidade do estudo por outros pesquisadores por conta de sua característica de reprodutibilidade.

Nesse trabalho a RSL foi realizada conforme metodologia proposta por Tranfield, Denyer e Smart (2003), composta pelos estágios de i) Planejamento da Revisão Sistemática da Literatura, através da elaboração de um protocolo de revisão, ii) Condução da Revisão Sistemática da Literatura, com a busca e seleção dos estudos, avaliação da qualidade e síntese dos dados, e, iii) Reporte e disseminação da Revisão Sistemática da Literatura, a partir de um relatório final. O primeiro estágio, que visa delimitar o campo de pesquisa e detalhar os procedimentos de busca e seleção, é apresentado nesse capítulo, já as últimas duas etapas, contendo a análise e apresentação dos resultados, são apresentadas no capítulo de resultados e discussão.

Quanto ao estudo de caso, Yin (2015) o define como uma investigação empírica que avalia um fenômeno em profundidade em seu contexto real, ou seja, uma técnica distinta de outros métodos, tais como experimentos que tipicamente isolam o fenômeno de seu contexto buscando compreender especificamente o objeto em estudo e ignorando o ambiente. O autor ainda reforça que o estudo de caso, justamente por não isolar o fenômeno em estudo, lida com diversas fontes de evidência, portanto, situações com inúmeras variáveis de interesse.

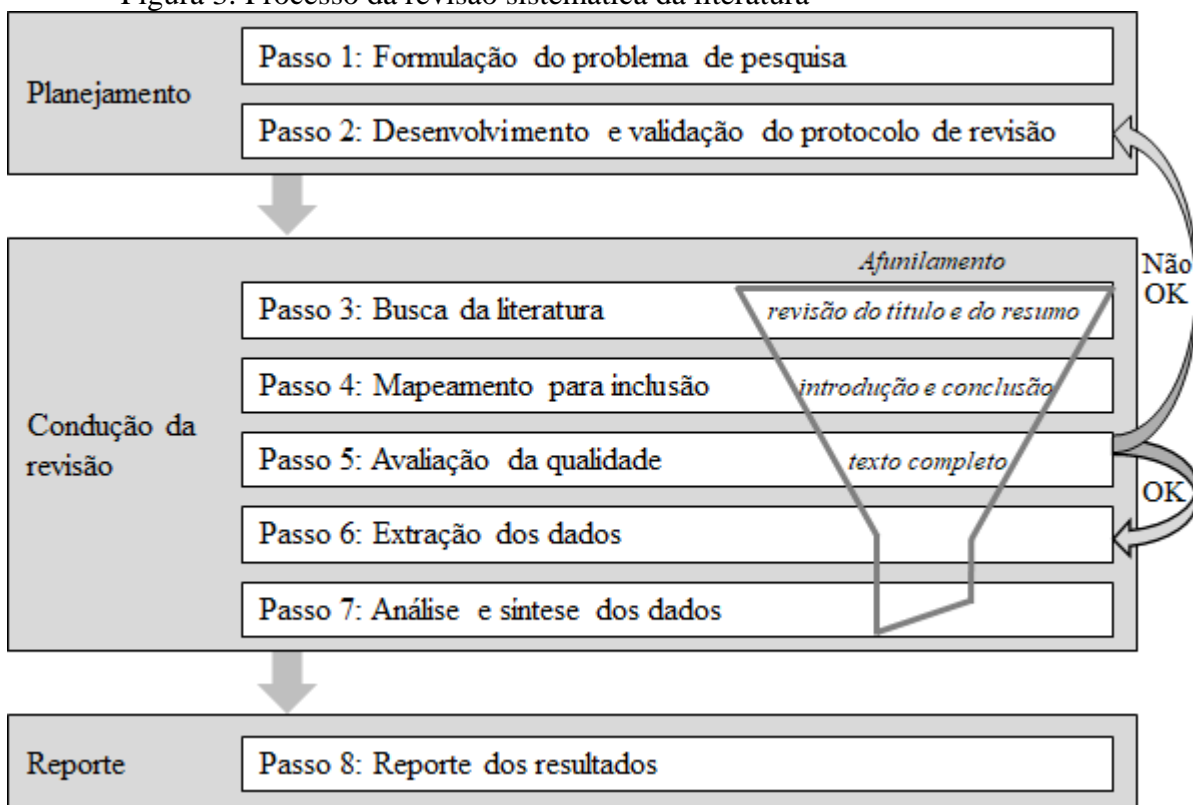
As fontes de evidências primárias para este trabalho são os documentos que regem o relacionamento entre o investidor e o profissional que o assessoria. Essa análise documental se deu a partir dos contratos de prestação de serviço e da legislação. “A informação documental é, provavelmente, relevante para todos os tópicos de estudos de caso”, sendo objeto de coleta de dados que pode corroborar a informação obtida de outras fontes, bem como permite que o

pesquisador realize algumas inferências importantes para a continuidade do estudo (YIN, 2015, p. 109).

### 3.1. Planejamento da revisão sistemática da literatura

Na figura 3 são apresentadas, de forma sintetizada, as etapas de condução da RSL. Importante observar que esse processo é iterativo, ou seja, durante a execução problemas inicialmente não previstos podem exigir modificações no protocolo de pesquisa (XIAO; WATSON, 2019). Segundo os autores, na etapa de planejamento é necessário o cumprimento de duas fases: i) formulação do problema de pesquisa, ou seja, o pesquisador deve definir as questões cujas respostas almeja encontrar na RSL; ii) desenvolvimento e validação do protocolo de revisão, que diz respeito ao plano que descreve os elementos da revisão, incluindo os critérios de inclusão, a estratégia de busca da literatura, critérios de qualidade, seleção de bases para busca e as palavras-chave a serem utilizadas.

Figura 3. Processo da revisão sistemática da literatura

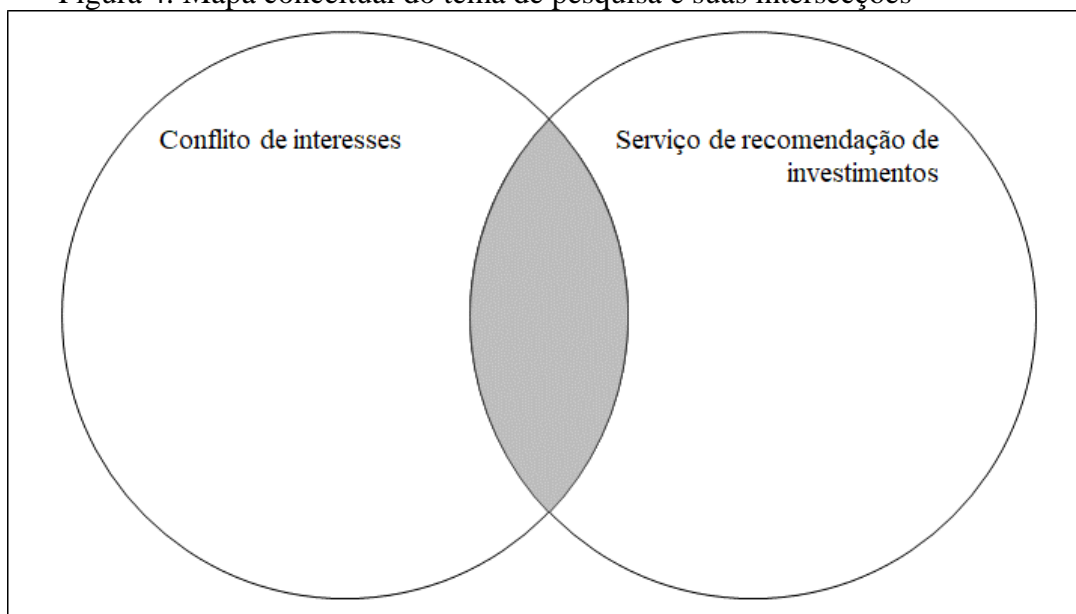


Fonte: Elaboração própria, com base em Xiao e Watson (2019)

Avançando para a etapa de condução da revisão, Xiao e Watson (2019) apresentam os cinco passos comumente aplicados nessa fase da RSL: i) busca da literatura, que consiste justamente na busca de trabalhos que atendam aos critérios estabelecidos na etapa anterior, tipicamente via método de pesquisa em banco de dados eletrônicos; ii) mapeamento para inclusão, ou seja, repassar individualmente cada artigo identificado no passo anterior, através da leitura da introdução e conclusão, a fim de definir quais seguirão para os passos subsequentes; iii) avaliação da qualidade, passo em que os trabalhos remanescentes serão lidos integralmente, servindo como etapa final de seleção para posterior extração dos dados; iv) extração dos artigos resultantes dos passos anteriores; e v) análise e síntese, através da organização dos artigos, em geral em forma de gráficos ou tabelas, com os principais resultados obtidos. Por fim, a última etapa consiste no reporte e disseminação dos resultados, onde será apresentada a volumetria de trabalhos que passaram por cada um dos passos e as conclusões obtidas que endereçam as questões elencadas no primeiro passo.

Em relação ao primeiro estágio, formulação do problema, o mapa conceitual exposto na figura 4 ajuda a delimitar o território de busca, compreendido na interseção entre a análise de conflitos de interesse e a atividade de recomendação de investimentos.

Figura 4. Mapa conceitual do tema de pesquisa e suas intersecções



Fonte: Elaboração própria

O problema de pesquisa endereçado via RSL reside no mapeamento dos potenciais conflitos de interesse existentes na relação entre o investidor, pessoa física, e o profissional



que o apoia na decisão de investimento em ativos financeiros. Dessa forma, objetivou-se com essa revisão da literatura encontrar publicações que explorem essa relação e listar, a partir da leitura desses trabalhos, os potenciais conflitos e formular proposições que expliquem sua existência. Tais proposições serviram para uma análise, realizada sob a luz da teoria da agência, com objetivo de identificar soluções que mitiguem o problema de agência, reduzindo os conflitos de interesse na relação investidor-assessor.

Tendo como referência o mapa conceitual e o problema de pesquisa, foram definidas as bases de dados utilizadas para revisão. A fim de garantir uma ampla gama de resultados, mas sem perder a especificidade do tema, o protocolo de busca está baseado em quatro plataformas, duas de maior abrangência e duas mais específicas da área de finanças e economia, conforme tabela 1. As duas bases mais amplas são a Scopus, plataforma da Elsevier que possui mais de 23.000 títulos de revistas indexadas, e a Web of Science, plataforma da Clarivate com mais de 9.000 títulos. Quanto às bases específicas, foram priorizadas a JSTOR, que contempla revistas da área de Administração e Economia, e a EconLit, base da EBSCO específica da área de Economia.

Tabela 1. Bases de busca

Bases de busca
Scopus (Elsevier): base de dados com ampla abrangência
Web of Science (Clarivate): base de dados com ampla abrangência
JSTOR: base de dados específica que contempla temas de Administração e Economia
EconLit (EBSCO): base de dados específica da área de Economia

Fonte: Elaboração própria

A partir de um processo iterativo de busca nessas bases, levando em consideração o problema de pesquisa e a abrangência dos resultados, foram definidas as palavras-chave que apresentaram resultados adequados para endereçar as questões previamente elencadas (tabela 2). Visto que as bases consideram revistas nacionais e internacionais os termos foram definidos em português e em inglês, buscando preservar a tradução adequada em cada idioma e garantir maior diversidade de resultados.

A busca, tendo como referência o mapa conceitual, objetivou encontrar textos que tenham relação com atividades de recomendação de investimentos, que engloba as três últimas palavras-chave elencadas na tabela 2, e conflitos de interesse, que envolve as cinco primeiras palavras-chave, portanto, a *string* de busca foi definida da seguinte forma: ("*investment recommendation\**" OR "*investment advice\**" OR "*investment counselling*") AND

("agency conflict\*" OR "agency cost" OR "moral hazard" OR "agency theory" OR "principal-agent"). Conforme configuração prevista nas bases de busca, o caractere asterisco possibilita a busca do termo no plural ou singular, ou mesmo com variações próximas, já as conjunções AND e OR possibilitam a limitação da busca com base no mapa conceitual.

Tabela 2. Palavras-chave

Palavras-chave	
Português	Inglês
Conflito de agência	Agency conflict
Custo de agência	Agency cost
Risco moral	Moral hazard
Teoria da Agência	Agency Theory
Principal-agente	Principal-agent
Recomendação de investimentos	Investment recommendation
Assessoria de investimentos	Investment advice
Aconselhamento de investimentos	Investment counselling

Fonte: Elaboração própria

Quanto aos critérios de inclusão (tabela 3), por se tratar de um segmento (financeiro) que passa por constantes atualizações e mudanças na forma de relacionamento com os clientes, foram priorizadas publicações posteriores a 2010, preservando assim trabalhos mais recentes. Ademais, foram excluídos estudos publicados em idioma diferente de inglês ou português e aqueles que, após a leitura parcial ou integral, forem classificados como não aderentes ao problema de pesquisa.

Tabela 3. Critérios de inclusão

Critério	Inclusões	Exclusões
Período	2010 até o momento	Trabalhos publicados antes de 2010
Idioma	Estar redigido em português ou inglês	Trabalhos redigidos em outros idiomas
Foco do trabalho	Trabalhos que abordem conflitos de interesse na atividade de recomendação de investimentos	Trabalhos que abordem temas não relacionados

Fonte: Elaboração própria

Em busca conduzida com os critérios apresentados, na data de 24/03/2023, foram identificados 341 artigos. O processo da revisão seguirá com as etapas posteriores de leitura do título, resumo, introdução, conclusão e do texto completo, a fim de eliminar trabalhos não aderentes ao tema de pesquisa, e por fim as etapas de organização e disseminação dos resultados.

### **3.2. Estudo de caso**

A análise documental, bem como qualquer metodologia de pesquisa, possui pontos fortes e fracos, dos quais destacam-se, como limitações para fins do tema em estudo, a seletividade parcial e a parcialidade dos documentos (YIN, 2015). Quanto ao primeiro, é natural que nesta pesquisa o acesso seja limitado a informações que sejam públicas ou constantes do relacionamento entre cliente e prestador de serviço, tais como os contratos de prestação de serviço disponibilizados pela organização, portanto, não foram considerados documentos de acesso restrito a funcionários de tais organizações, o que, apesar de tornar a coleção documental incompleta, ainda se mostra como estratégia metodológica coerente visto que as informações disponibilizadas aos investidores são as mais importantes para fins da pesquisa, uma vez que regem as regras do relacionamento. Em relação à parcialidade dos documentos, é evidente que tais informações são produzidas pelo agente prestador do serviço, sob risco de ocultação de dados relevantes, contudo, como a estratégia metodológica também prevê a análise regulatória foi possível identificar se as informações repassadas ao principal estão aderentes à exigência legal.

Yin (2015) destaca como pontos fortes da análise documental seu viés de estabilidade, permitindo repetidas revisões, e o fato de ser discreta, ou seja, os documentos não foram criados em consequência do estudo de caso. Esses documentos, ainda segundo o autor, a depender da pesquisa podem conter memorandos, minutas de reuniões, relatórios de eventos, registros administrativos, propostas comerciais, recortes de notícias, dentre outros. Cellard (2012, p. 295) reforça que a análise documental se trata de “um método de coleta de dados que elimina, ao menos em parte, a eventualidade de qualquer influência – a ser exercida pela presença ou intervenção do pesquisador – do conjunto das interações [...] a serem pesquisadas”.

De forma abrangente, podemos entender “documento” como um registro que possibilita a discussão, reflexão, análise e compreensão sobre as dimensões sociais e culturais,

dentre outros fatores, ligados a um contexto histórico específico, sendo “uma fonte extremamente preciosa para todo pesquisador nas ciências sociais” (CELLARD, 2012, p. 295). Tais documentos podem assumir uma variedade de formas, incluindo manuais, memorandos, jornais, relatórios organizacionais, registros públicos (BOWEN, 2009), além de documentos pessoais, como diários e estudos formais relacionados ao objeto em estudo (YIN, 2015). Para fins deste trabalho foram utilizados os contratos de prestação de serviços entre o investidor e a empresa que o assessoria na decisão de investimentos, além das normativas legais que regem a atuação desses profissionais.

Documentos servem a diversos propósitos em uma pesquisa, dentre eles destacam-se que suas informações “podem sugerir algumas questões que devem ser questionadas e situações que precisam ser observadas como parte da pesquisa” (BOWEN, 2009, p. 30). Desta maneira, e tendo em vista que na teoria da agência o contrato é a unidade de análise, uma vez que especifica os acordos de monitoramento e de vinculação entre as partes (BARNEY; HESTERLY, 2004), nesse trabalho foram priorizados como casos para estudo os documentos que regem a relação entre agente-principal, ou seja, os contratos de prestação de serviços firmados entre os prestadores do serviço de recomendação de investimentos e o investidor, adicionalmente, foram analisados os documentos que regulamentam a atividade de recomendação de investimentos, como leis, decretos, instruções e resoluções normativas emitidas pelos órgãos reguladores. Tais informações são públicas e passíveis de acesso, respectivamente, no website dos prestadores de serviço e em consulta à legislação vigente.

Mediante a abordagem metodológica de análise documental foi possível analisar tais documentos e identificar potenciais conflitos de interesse existentes nessa relação de agência. Uma vez identificados, foram formuladas proposições que explicam a existência desses potenciais conflitos.

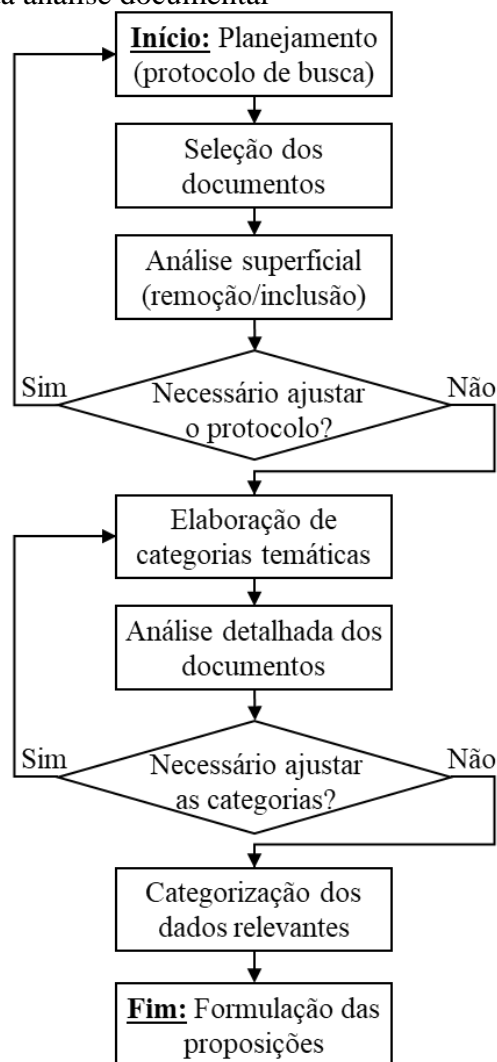
O processo de análise documental se deu em etapas consecutivas que envolvem uma primeira leitura superficial dos documentos coletados e posterior leitura em profundidade com foco na categorização temática dos principais dados identificados. Se trata de um “processo iterativo que combina elementos de análise de conteúdo e de análise temática” (BOWEN, 2009, p. 32). Na figura 5 são apresentadas as etapas conduzidas na análise documental e seu sequenciamento.

Bowen (2009, p. 32) define a análise de conteúdo como o processo de organização dos dados em categorias com base no problema de pesquisa, identificando as passagens mais relevantes do texto em análise e separando-as das que não são pertinentes ao objetivo do

estudo. Quanto à análise temática, se trata de uma forma de busca por padrões que podem emergir como uma categoria de análise, envolvendo uma “cuidadosa e mais focada releitura e revisão dos dados [...] conduzindo uma codificação e categorização baseada nas características das informações”.

Conforme exposto na figura 5, se trata de um processo sequencial e, em algumas etapas, iterativo, que parte da validação do protocolo de busca, onde estão definidos os tipos de documentos a serem levantados e seus respectivos locais de busca, conforme detalhado na tabela 4. Na sequência é efetivamente realizada a seleção desses documentos para posterior análise superficial, etapa em que foi conduzida a primeira leitura a fim de remover os documentos não pertinentes ao problema de pesquisa e identificar outros potenciais para inclusão, um passo iterativo que, a depender do resultado, alimenta a primeira etapa de planejamento, permitindo uma busca mais assertiva em relação ao objeto de estudo.

Figura 5. Etapas da análise documental



Fonte: Elaboração própria

Tabela 4. Tipos de documentos para análise e local de busca

Documento	Local de busca
Regulamentação da atividade de recomendação de investimentos	Leis e resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Conselho Monetário Nacional (CMN)
Contrato de prestação de serviços entre investidor e empresa prestadora de serviço	Website das quatro maiores empresas, em volume financeiro, de distribuição de investimentos

Fonte: Elaboração própria

Como recorte deste trabalho, devido ao grande número de agentes atuantes no segmento de recomendação de investimentos no Brasil, foram consideradas as quatro empresas com maior relevância no mercado, medida através do volume financeiro transacionado em operações de renda fixa e de renda variável (varejo), com dados relativos ao período de 12 meses compreendido entre novembro de 2021 e outubro de 2022 divulgados pela ANBIMA no relatório “ranking de mercado de capitais” (ANBIMA, 2022c). Essas quatro maiores empresas movimentaram juntas o equivalente a R\$ 145 Bilhões em investimentos, conforme exposto na Tabela 5. Esse montante equivale a 66% da movimentação total no período.

Tabela 5. Maiores empresas em distribuição de investimentos entre Nov/21 e Out/22

Empresa	R\$ Bilhões
Itaú	64,2
XP Investimentos	30,3
BTG Pactual	27,7
Bradesco	22,7
Total	145,0

Fonte: Elaboração própria

Uma vez levantados os documentos pertinentes, como próximo passo foi realizada a elaboração preliminar de categorias com base nos temas identificados como mais relevantes na análise superficial, um levantamento ainda preliminar pois após a condução da análise em profundidade havia possibilidade de retornar com a necessidade de readequação de tais categorias. Como penúltima etapa foi realizada a categorização das informações e trechos mais relevantes, que subsidiaram o passo final no qual, com base nas informações coletadas,

foram identificados os potenciais conflitos de interesse e formuladas proposições que explicam a existência desses potenciais conflitos. Tais proposições serviram como subsídio para uma análise, realizada sob a luz da teoria da agência, com objetivo de identificar soluções que mitiguem o problema de agência, reduzindo os conflitos de interesse na relação investidor-assessor.

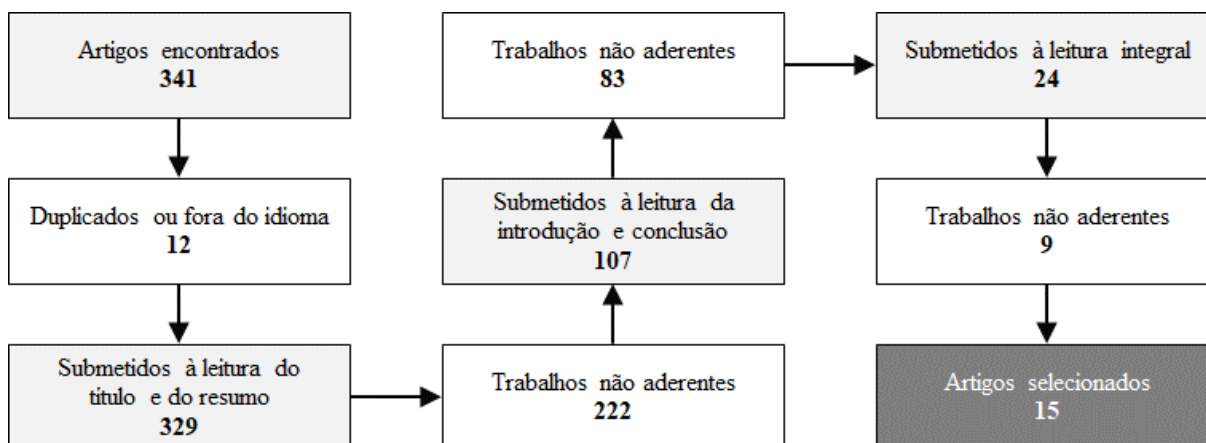
## 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1. Resultado da revisão sistemática da literatura

A busca nas bases de dados, conforme metodologia proposta, retornou 341 artigos. Desses, 12 foram removidos por estarem duplicados, isto é, constavam em duas ou mais bases diferentes, ou por terem sido publicados em idioma diferente de inglês ou português.

Os 329 trabalhos restantes foram submetidos à leitura do título e do resumo, posteriormente da introdução e conclusão e, por fim, foi realizada a leitura integral dos artigos. Em cada etapa objetivou-se identificar os trabalhos aderentes ao tema da pesquisa, ou seja, que exploram conflitos de interesse na relação de recomendação de investimentos a investidores individuais. Ao final, os 15 artigos remanescentes foram selecionados para análise detalhada e extração dos resultados. A figura 6 apresenta as atividades e números de cada etapa da RSL.

Figura 6. Processo de condução da revisão sistemática da literatura



Fonte: Elaboração própria

A busca inicial retornou 341 trabalhos que exploram temas como responsabilidade social corporativa, práticas ESG e o impacto na avaliação das empresas por analistas de valores mobiliários, relação entre governança e performance financeira, ética empresarial e regulação do mercado de capitais. A estratégia de busca privilegiou bases amplas, como Scopus e Web of Science, tendo como tema principal o termo “conflito de interesse”, o que naturalmente proporcionou resultados bastantes abrangentes, publicados em revistas de diferentes linhas editoriais. Ao todo os artigos estão distribuídos em 203 revistas, sendo que



apenas 14 delas possuem quatro ou mais artigos identificados na revisão. Essa grande dispersão é característica de trabalhos que abrangem diversas áreas do conhecimento. A tabela 6 apresenta as 14 revistas com ao menos quatro artigos encontrados na RSL.

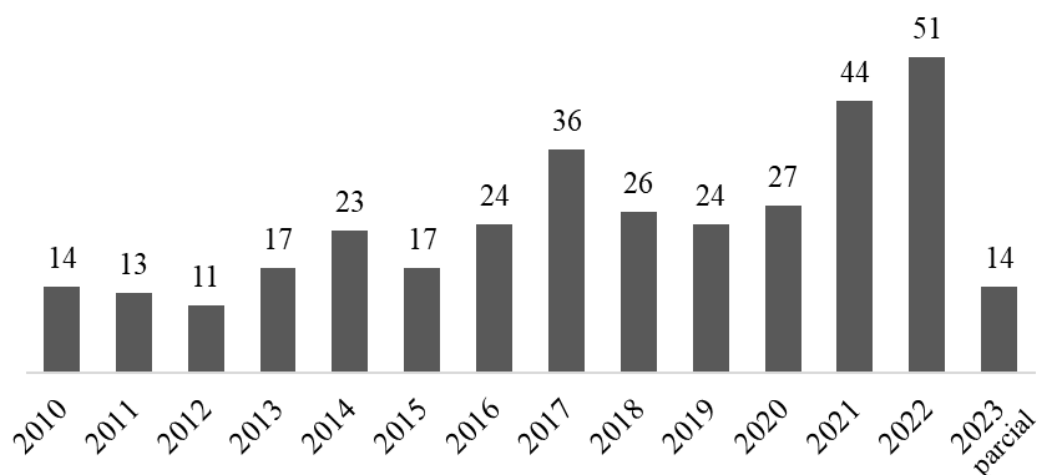
Tabela 6. Revistas com quatro ou mais artigos encontrados na RSL

Revista	Nº de artigos
<i>Journal of Business Ethics</i>	14
<i>Journal of Corporate Finance</i>	11
<i>Sustainability (Switzerland)</i>	10
<i>Health Policy and Planning</i>	9
<i>Strategic Management Journal</i>	7
<i>Journal of Financial Economics</i>	6
<i>Corporate Ownership and Control</i>	5
<i>Journal of Business Finance and Accounting</i>	4
<i>Journal of Marketing Research</i>	4
<i>Academy of Management Journal</i>	4
<i>Corporate Social Responsibility and Environmental Management</i>	4
<i>Corporate Governance (Bingley)</i>	4
<i>Journal of Banking and Finance</i>	4
<i>Journal of Accounting and Economics</i>	4
Total	90

Fonte: Elaboração própria

O interesse pelo tema apresenta leve tendência crescente. Em 2012 foram identificados apenas 11 artigos, uma década depois houve um salto para 51 publicações (figura 7).

Figura 7. Evolução anual do número de artigos encontrados na primeira etapa da RSL



Fonte: Elaboração própria

A tabela 7 apresenta a lista, em ordem cronológica de publicação, dos 15 artigos selecionados na revisão sistemática da literatura.

Tabela 7. Lista dos artigos selecionados na RSL

Autor	Ano	Título do artigo	Revista
Jin Z., Lin B., Lin C.-M.	2022	Client Relationships, Analyst Coverage, and Earnings Management	Accounting Horizons
Sokolinski S.	2022	Regulating Commission-Based Financial Advice: Evidence from a Natural Experiment	Journal of Financial and Quantitative Analysis
Dimmock S.G., Gerken W.C., Van Alfen T.	2021	Real Estate Shocks and Financial Advisor Misconduct	Journal of Finance
Hu J., Long W., Luo L., Peng Y.	2021	Share pledging and optimism in analyst earnings forecasts: Evidence from China	Journal of Banking and Finance
Baekström Y., Marsh I.W., Silvester J.	2021	Variations in investment advice provision: A study of financial advisors of millionaire investors	Journal of Economic Behavior and Organization
Bruhn A., Asher A.	2021	The primacy of ethics in the provision of financial advice	Accounting and Finance
Šindelář J., Budinský P.	2019	Does commission remuneration affect the investor's outcome? Experience from Central Europe	Journal of Financial Regulation and Compliance
Altınkılıç O., Balashov V.S., Hansen R.S.	2019	Investment bank monitoring and bonding of security analysts' research	Journal of Accounting and Economics
Foerster S., Linnainmaa J.T., Melzer B.T., Previtero A.	2017	Retail Financial Advice: Does One Size Fit All?	The Journal of Finance
Calcagno R., Giofre M., Urzi-Brancati M.C.	2017	To Trust Is Good, but to Control Is Better: How Investors Discipline Financial Advisors' Activity	Journal of Economic Behavior and Organization
Baker W., Dumont G.	2014	Equity Analyst Recommendations: A Case for Affirmative Disclosure?	The Journal of Consumer Affairs
Angel J.J., McCabe D.	2013	Ethical Standards for Stockbrokers: Fiduciary or Suitability?	Journal of Business Ethics
Agrawal A., Chen M.A.	2012	Analyst Conflicts and Research Quality	Quarterly Journal of Finance
Inderst R., Ottaviani M.	2012	Financial Advice	Journal of Economic Literature
Hovakimian A., Saenyasiri E.	2010	Conflicts of interest and analyst behavior: Evidence from recent changes in regulation	Financial Analysts Journal

Fonte: Elaboração própria

Apenas um artigo, de Bruhn e Asher (2021), teve como foco de estudo um país localizado no hemisfério sul (Austrália), os outros 14 se concentraram no hemisfério norte, sendo sete nos Estados Unidos, dois na China e um na Itália, República Checa, Reino Unido,

Israel e Canadá. Observou-se que, em geral, os trabalhos estão pautados na avaliação de mudanças na regulamentação da atividade de recomendação de investimento nessas regiões.

#### 4.1.1. Conflitos de interesse identificados na RSL

A revisão sistemática da literatura teve como objetivo identificar trabalhos que possam contribuir para o mapeamento dos conflitos de interesse existentes na relação entre o investidor individual e o profissional ou empresa que presta assessoria de investimentos.

A leitura e análise dos 15 artigos selecionados permitiu a identificação de 11 categorias de conflitos existentes nessa relação. Essas categorias foram elaboradas conforme a convergência dentre diferentes tipos de conflitos, e estão apresentadas na figura 8, onde foram ordenadas com base no número de menções nos artigos.

Figura 8. Conflitos de interesse identificados na RSL

Autor e ano de publicação	Conflitos de interesse entre investidor e serviços de assessoria mencionados nos artigos										
	Recomendação viesada devido a comissões	Recomendação viesada devido à pressão interna	Recomendação inadequada por vies cognitivo	Recomendação viesada em troca de favores	Recomendação inadequada por negligência	Realização de operações sem aval do cliente	Má conduta devido a prejuízos pessoais	Recomendação inadequada por zona de conforto	Venda de serviços desnecessários	Usar ativos do cliente para ganhar dinheiro	Não falar sobre outras opções do mercado
Jim Z., Lin B., Lin C.-M. (2022)	✓	✓									
Sokolinski S. (2022)	✓										
Dimmock S.G., Gerken W.C., Van Alfen T. (2021)	✓					✓	✓				
Hu J., Long W., Luo L., Peng Y. (2021)	✓	✓		✓							
Baeckström Y., Marsh I.W., Silvester J. (2021)	✓		✓					✓			
Bruhn A., Asher A. (2021)	✓				✓				✓		
Šindelář J., Budinský P. (2019)	✓		✓								
Altınkılıç O., Balashov V.S., Hansen R.S. (2019)	✓	✓									
Foerster et al. (2017)	✓		✓								
Calcagno R., Giofre M. Urzi-Brancati M.C. (2017)	✓										
Baker W., Dumont G. (2014)	✓	✓	✓	✓							
Angel J.J., McCabe D. (2013)	✓				✓					✓	✓
Agrawal A., Chen M.A. (2012)	✓	✓									
Inderst R., Ottaviani M. (2012)	✓										
Hovakimian A., Saenyasiri E. (2010)	✓	✓	✓	✓							
<b>Total de ocorrências</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

Fonte: Elaboração própria

O conflito mais citado foi categorizado como “recomendação enviesada devido a comissões”. As menções nos artigos sobre esse tipo conflito dizem respeito a diversas situações, tais como: i) preferência dos assessores de investimento a recomendar produtos que lhes pagam maiores comissões pela distribuição (ANGEL; MCCABE, 2013; BAECKSTRÖM; MARSH; SILVESTER, 2021; CALCAGNO; GIOFRÉ; URZÌ-BRANCATI, 2017; ŠINDELÁŘ; BUDINSKÝ, 2019; SOKOLINSKI, 2022); ii) a prática de maiores comissões torna os produtos mais custosos e conseqüentemente com menores retornos ao investidor (SOKOLINSKI, 2022); iii) assessores tendem a recomendar ao investidor maior giro da carteira de investimentos para ganhar mais comissões a cada nova venda (ANGEL; MCCABE, 2013; BAECKSTRÖM; MARSH; SILVESTER, 2021; DIMMOCK; GERKEN; VAN ALFEN, 2021; INDERST; OTTAVIANI, 2012b); iv) assessores forçam a venda de produtos não aderentes ao perfil do cliente privilegiando os produtos que pagam maiores comissões (BRUHN; ASHER, 2021; DIMMOCK; GERKEN; VAN ALFEN, 2021); v) analistas de valores mobiliários são incentivados a distorcer avaliações de ativos para aumentar o fluxo de comissões baseadas em maior giro das carteiras dos investidores (AGRAWAL; CHEN, 2012; JIN; LIN; LIN, 2022).

Outro conflito de interesse identificado nos artigos está relacionado à “recomendação enviesada devido à pressão interna”. Nessa categoria as menções dizem respeito a: i) emissão de relatórios mais otimistas sobre empresas que compõe a carteira de fundos de investimento que possuem relação comercial com a corretora ou banco no qual o profissional responsável pelo relatório trabalha (JIN; LIN; LIN, 2022); ii) pressão sofrida por analistas, por parte de seus empregadores, para divulgarem projeções otimistas dos resultados de empresas clientes cobertas pelo analista e para se manterem em silêncio quando suspeitarem de atividades de manipulação de resultados por parte da empresa coberta (JIN; LIN; LIN, 2022); iii) empresas cobertas por analistas que estão sob pressão de seus empregadores tendem a manipular mais os resultados financeiros (HOVAKIMIAN; SAENYASIRI, 2010; JIN; LIN; LIN, 2022); iv) analistas são reconhecidos profissionalmente com base nas opiniões dos gestores dos fundos, o que os leva a agradá-los através da emissão de recomendações enviesadas (ALTINKILIÇ; BALASHOV; HANSEN, 2019); v) analistas que trabalham em corretoras integradas a bancos são motivados a publicar projeções mais favoráveis sobre os clientes do banco, levando-os a reconhecimento profissional e oportunidade de crescimento na carreira (HU et al., 2021); vi) analistas abrem mão da qualidade e veracidade em seus relatórios como um esforço para atrair

empresas clientes para serviços bancários (BAKER; DUMONT, 2014); vii) analistas distorcem recomendações de venda de ativos para agradar clientes (fundos de investimento) que estão em posição comprada nesses ativos (BAKER; DUMONT, 2014); viii) analistas que trabalham em empresas responsáveis por operacionalizar a subscrição pública de ações no mercado de determinada empresa tendem a emitir projeções mais otimistas sobre os resultados futuros dessa empresa (AGRAWAL; CHEN, 2012).

Quanto aos conflitos categorizados como “recomendação inadequada por viés cognitivo”, estão relacionados a: i) diferença observada no perfil de risco de uma carteira de investimento recomendada a um mesmo investidor por diferentes assessores, relacionada às características pessoais dos assessores que influem na escolha dos ativos (BAECKSTRÖM; MARSH; SILVESTER, 2021); ii) assessores tendem a recomendar carteiras com menos risco para mulheres do que para homens de mesmo perfil devido a estereótipos de gênero (BAECKSTRÖM; MARSH; SILVESTER, 2021); iii) tendência de assessores mais experientes a recomendar carteiras com maior perfil de risco, independente do perfil do investidor (BAECKSTRÖM; MARSH; SILVESTER, 2021); iv) assessores estão suscetíveis ao viés do conservadorismo, muitas vezes se recusando a ajustar suas recomendações às mudanças de mercado e da economia (ŠINDELÁŘ; BUDINSKÝ, 2019); v) assessores projetam nas carteiras recomendadas suas próprias crenças, preferências e perfis de risco ao invés das características do investidor (FOERSTER et al., 2017); vi) analistas estão suscetíveis ao efeito manada e mimetismo, que o leva a decisões equivocadas sobre a recomendação de determinados ativos (BAKER; DUMONT, 2014).

Foram identificados outros conflitos relacionados à “recomendação enviesada em troca de favores”, que envolvem situações como: i) analistas que distorcem as projeções sobre empresas como um esforço para agradar os gestores dessas empresas em troca de favores relacionado a acesso a informações privilegiadas (BAKER; DUMONT, 2014; HOVAKIMIAN; SAENYASIRI, 2010); ii) conluio entre analista e empresa para emissão de projeções otimistas quando essas empresas têm interesse em manter os preços das ações altas (Hu et al (2021), por exemplo, exploram essa situação em empresas que pegam financiamento usando ações como garantia e, conseqüentemente, não querem que a cotação das ações baixem para não terem que repor financeiramente a garantia).

Observou-se também, com base na leitura dos artigos, a existência de “recomendação inadequada por negligência”, que está relacionada a: i) recomendação, por parte de analistas, de produtos com perfis de risco não adequados ao investidor devido a despreparo do profissional (BRUHN; ASHER, 2021); ii) despreparo também para explicar ao investidor

questões técnicas de determinados investimentos, levando a uma recomendação equivocada (BRUHN; ASHER, 2021); iii) desatenção do assessor ao não dedicar o esforço necessário para avaliar e propor as melhores soluções de investimento ao cliente (ANGEL; MCCABE, 2013).

Outro conflito de interesse observado é a “realização de operações sem aval do cliente”, que está relacionado a assessores que fazem operações de trading, por exemplo, sem autorização do investidor, uma prática ilegal que expõe tanto cliente quanto empresa contratante do assessor a riscos financeiros e regulatórios (DIMMOCK; GERKEN; VAN ALFEN, 2021).

Observou-se também a existência de “má conduta devido a prejuízos pessoais”. Dimmock, Gerken e Van Alfen (2021) avaliaram que assessores que passaram por uma queda brusca no seu patrimônio pessoal estavam mais suscetíveis a agir em não conformidade com a lei ou com as regras da empresa contratante, visando ganhos pessoais de curto-prazo.

Quanto à categoria “recomendação inadequada por zona de conforto”, se refere à predileção de assessores a recomendar investimentos que eles já conhecem bem e que estão dentro da sua área de competência, como no exemplo observado por Baeckström, Marsh e Silvester (2021) em que assessores emitiam mais recomendações sobre ativos que compõem suas carteiras pessoais.

Bruhn e Asher (2021) observaram um conflito relacionado à “venda de serviços desnecessários” no qual profissionais oferecem serviços não necessários ao investidor como forma de cobrar mais taxas dos mesmos, uma vez que eles não possuem conhecimento suficiente para avaliar a real necessidade de tais serviços.

Angel e McCabe (2013) ainda evidenciam outras duas categorias de conflitos, relacionada ao “uso de ativos do cliente para ganhar dinheiro” e à “não apresentação de outras opções existentes no mercado”. Na primeira os autores afirmam que as corretoras ganham dinheiro na intermediação da compra e venda de ações ou de títulos de renda fixa por seus clientes, comprando dos clientes que aceitam vender mais barato e repassando aos que aceitam pagar mais caro (*bid-ask spread*), e ganham também ao repassar as ordens de compra e venda para outras corretoras (*payment for order flow*), em ambas as situações, ao invés de privilegiar os interesses de seus clientes optam por práticas que proporcionam maiores margens, não devolvendo o ganho com essas operações ao cliente. Já a segunda categoria está relacionada ao fato de que o assessor não orienta o cliente sobre produtos mais adequados à

necessidade dele disponíveis em outros bancos ou corretoras, ou seja, produtos que o assessor não tem à disposição para oferecer, mas que proporcionariam mais benefícios a seu cliente.

Ficou evidente, com base na análise dos artigos, que existem diversos conflitos de interesse na relação entre o investidor individual e o profissional ou empresa que presta assessoria de investimentos. Tais conflitos foram organizados em 11 categorias com objetivo de agrupá-los por nível de similaridade.

Também cabe reforçar que nos trabalhos analisados foi unânime a menção da existência de conflitos motivados por questões financeiras, seja com foco na maximização das comissões por venda de produtos financeiros ou através de práticas que incentivem os investidores a aumentarem o número de transações e, por consequência, aumentando o custo com taxas de corretagem.

Outros conflitos mencionados em ao menos um terço dos artigos se referem à má conduta dos profissionais devido à pressão interna e a vieses cognitivos. Na primeira categoria são mencionados casos relacionados a emissão de relatórios com projeções otimistas sobre empresas que possuem ou podem vir a possuir relação comercial com a empregadora do analista responsável pelo relatório, a fim de conservar o bom relacionamento, além de situações que envolvem recomendações enviesadas por parte de profissionais que desejam agradar determinados fundos de investimento visando oportunidades de crescimento profissional. Quanto à segunda categoria, relacionada a vieses cognitivos, os autores mencionam divergências observadas em recomendações de diferentes profissionais devido às características pessoais deles, como crenças, experiências prévias e perfil de risco, ademais, esses profissionais estão suscetíveis a estereótipos de gênero, ao efeito manada e ao viés do conservadorismo.

Essas três primeiras categorias totalizam 26 menções nos artigos analisados, as outras oito somam apenas 11 menções, ou seja, são situações mais pontuais de conflitos de interesse. Apesar disso, para fins desse trabalho todas as categorias foram analisadas independentemente de sua frequência de ocorrência.

A literatura indica que podem existir diferenças nos conflitos de interesse dentre diferentes tipos de agentes que prestam o serviço de recomendação de investimentos, dessa forma, no próximo capítulo são apresentados os agentes que atuam nesse segmento no Brasil a fim de organizar as informações e traçar um paralelo com os conflitos identificados.

## **4.2. Agentes que prestam o serviço de recomendação de investimentos para pessoa física no Brasil**

Na seção 2.2, no referencial teórico, foram apresentados os aspectos legais da atividade de recomendação de investimentos para pessoa física no Brasil, a partir da revisão das regulamentações emitidas pelas instituições que compõem o subsistema normativo do SFN, com destaque ao Conselho Monetário Nacional, Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários, que atuam na regulação do mercado (ASSAF NETO, 2015).

Nessa revisão foi possível identificar 15 agentes com previsão legal para recomendar investimentos para investidores individuais, nove deles tem sua atuação delimitada pelas resoluções CVM número 51, de 31/08/2021 (CVM, 2021b), e número 16, de 09/02/2021 (CVM, 2021a), e pela instrução CVM número 598, de 03/05/2018 (CVM, 2018), são eles: i) Consultor de Valores Mobiliários - Pessoa Jurídica; ii) Consultor de Valores Mobiliários - Pessoa Natural; iii) Administrador de Carteira de Valores Mobiliários - Pessoa Jurídica; iv) Administrador de Carteira de Valores Mobiliários - Pessoa Natural; v) Agente Autônomo de Investimento; vi) Analista de Valores Mobiliários - Pessoa Natural; vii) Analista de Valores Mobiliários - Pessoa Jurídica; viii) Corretora de Títulos e Valores Mobiliários; e ix) Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários.

Os outros seis agentes tem suas atividades previstas pelo Conselho Monetário Nacional e são supervisionados pelo Banco Central (BC, 2022b), são eles: i) Banco Comercial; ii) Banco de Investimento; iii) Bancos Múltiplos; iv) Cooperativa de Crédito; v) Associação de Poupança e Empréstimo; e vi) Sociedade de Empréstimo entre pessoas.

Em busca na literatura não foram identificados estudos que apresentam de forma consolidada os agentes aptos, conforme regulação vigente, a atuar com recomendação de investimentos. Em um cenário de profundas mudanças no mercado financeiro e de grande aumento no número de investidores individuais, conforme exposto na introdução desse trabalho, espera-se que a organização de tais informações possa contribuir com futuros estudos e com a sociedade em geral. Dessa maneira, na figura 9 são apresentados os 15 agentes, organizados por tipo de serviço prestado (seja apenas de recomendação de ativos ou também de operacionalização do investimento) e por tipo de prestador (autônomo ou empresarial).

Apenas três agentes atuam de forma autônoma, ou seja, são profissionais independentes que não possuem vínculo empregatício com uma empresa do segmento financeiro. Os outros 12 agentes ou são profissionais que representam uma determinada



companhia, como os agentes autônomos de investimento que atuam na forma de preposto de uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários (CVM, 2021a), ou são efetivamente uma empresa autorizada a prestar o serviço de recomendação de investimentos, como os bancos comerciais.

Os consultores de valores mobiliários (consultor CVM) e os analistas de valores mobiliários não possuem autorização legal para operacionalizar os investimentos em nome do cliente, portanto, atuam apenas com a recomendação de investimentos e/ou emissão de relatórios de análise de ativos financeiros. Os demais agentes estão habilitados a realizar as operações em nome do investidor, desde que autorizado por ele. Essa operacionalização pode envolver desde a captação dos recursos em conta corrente e alocação nos produtos financeiros, até mesmo a gestão ativa de tais recursos sob o pressuposto de maximizar o retorno do investimento conforme objetivos alinhados junto ao cliente.

Figura 9. Agentes, com previsão legal, que prestam o serviço de recomendação de investimentos para pessoa física no Brasil

		Tipo de serviço prestado (recomendação de ativos para investimento)	
		Recomendação e operacionalização	Apenas recomendação
Tipo de prestador de serviço	Empresa	Banco Comercial	Consultor CVM – PJ
		Banco Múltiplo	Analista Valores Mobiliários - PJ
		Banco de Investimento	
		Administrador de carteira - PJ	
		Corretora de Valores Mobiliários	
		Distribuidora de Valores Mobiliários	
		Cooperativa de Crédito	
		Associação de Poupança e Empréstimo	
		Sociedade de Empréstimo entre pessoas	
		Agente Autônomo de Investimento	
	Autônomo	Administrador de carteira - PF	Consultor CVM – PF
			Analista Valores Mobiliários - PF

Fonte: Elaboração própria

A literatura indica que profissionais autônomos, sem vínculo direto com instituições financeiras, tendem a possuir uma relação menos conflituosa com o investidor, afinal, não estão suscetíveis aos conflitos originados por pressão de seus empregadores, como emissão de relatórios com projeções otimistas sobre empresas com vínculo comercial com seu empregador (AGRAWAL; CHEN, 2012; BAKER; DUMONT, 2014; JIN; LIN; LIN, 2022), tampouco pressionados a agradar seus empregadores ou determinados fundos de investimento visando oportunidades de crescimento profissional (ALTINKILIÇ; BALASHOV; HANSEN, 2019). Ademais, profissionais autônomos estão menos suscetíveis a conflitos relacionadas à recomendação enviesada em troca de favores, ou seja, não possuem motivos aparentes para distorcer as projeções sobre empresas a fim de agradar os gestores dessas empresas em troca de favores relacionados ao acesso a informações privilegiadas (BAKER; DUMONT, 2014; HOVAKIMIAN; SAENYASIRI, 2010) e, por não serem vinculados a uma empresa, apresentam a seus clientes soluções de investimento distribuídas por diferentes agentes (ANGEL; MCCABE, 2013), diminuindo assim o conflito relacionado à categoria de “não apresentação de outras opções existentes no mercado”.

Quanto ao tipo de atuação, é evidente que os conflitos relacionados à realização de operações sem aval do cliente, isto é, quando o profissional movimenta os recursos financeiros do investidor sem autorização (DIMMOCK; GERKEN; VAN ALFEN, 2021), tende a ser menor entre os agentes sem previsão legal para operacionalizar os investimentos, ou seja, que atuam apenas com recomendação.

À primeira vista, o que aparenta ser o mesmo tipo de serviço (recomendação de investimentos), na prática se configura na forma de diferentes soluções devido às diversas particularidades que envolvem a forma como tal serviço é prestado pelos diversos agentes aptos a atuar nesse segmento.

A análise da relação contratual entre esses agentes e os investidores é fundamental para o mapeamento de outros potenciais conflitos de interesse, dessa forma, o próximo capítulo é dedicado ao levantamento e análise de tais documentos.

### **4.3. Análise dos contratos que regem a relação entre principal e agente**

O contrato, conforme definem Barney e Hesterly (2004), é central na análise da relação de agência, especificando os mecanismos de monitoramento e de conexão entre as

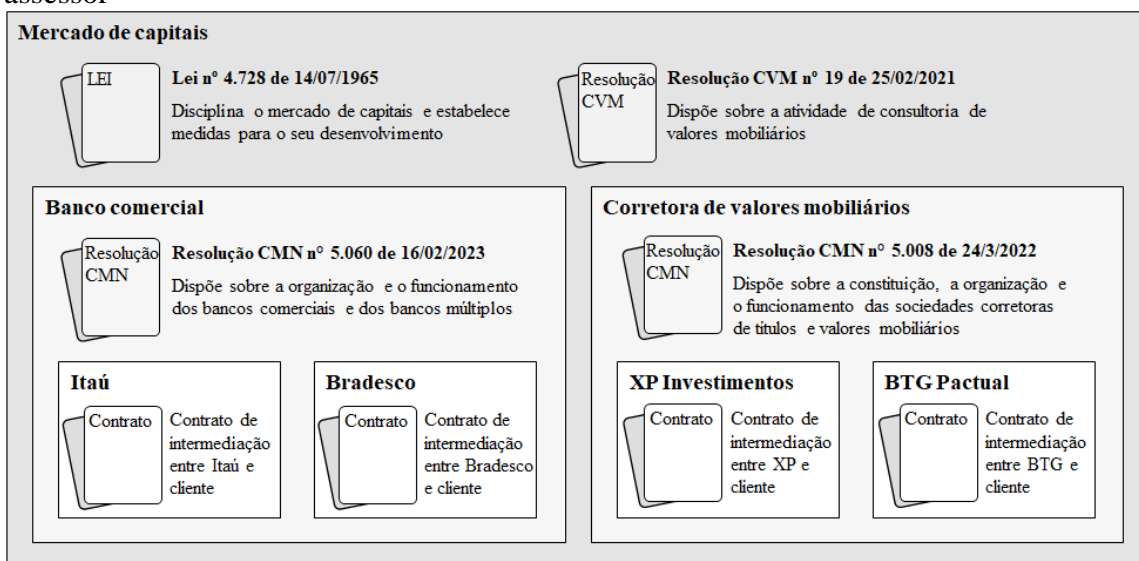
partes. No relacionamento entre investidor e assessor diversos documentos estipulam tais mecanismos, como a legislação relacionada ao mercado de capitais e o contrato de intermediação de investimentos firmado entre cliente e instituição financeira.

Conforme recorte apresentado na metodologia deste trabalho, foram analisados os documentos das quatro maiores organizações em termos de distribuição de investimentos no Brasil, dessa maneira, foram obtidos diretamente no site das empresas os contratos de intermediação financeira, vigentes na data de 20/04/2023, das empresas Itaú (2022), XP (2022) Investimentos, Bradesco (2019) e BTG Pactual (2020).

Adicionalmente, foram analisadas a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais (BRASIL, 1965), a resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021, que dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários (CVM, 2021c), a resolução CMN nº 5.060, de 16 de fevereiro de 2023, que dispõe sobre a organização e o funcionamento dos bancos comerciais e múltiplos (CMN, 2023), e a resolução CMN nº 5.008, de 24 de Março de 2022, que dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários (CMN, 2022). A regulação do mercado de capitais está sob constante atualização, dessa forma, foram considerados nesse trabalho os documentos vigentes em 20/04/2023.

A figura 10 resume os oito documentos avaliados na análise documental, partindo dos mais amplos, que regulam o mercado de capitais, passando pelas resoluções relativas à atuação de bancos e corretoras e chegando aos contratos firmados diretamente entre instituição financeira e cliente.

Figura 10. Leis, resoluções e contratos que regem a relação entre investidor e assessor



Fonte: Elaboração própria

### 4.3.1. Potenciais conflitos de interesse identificados na análise documental

Claramente existe conflitos de interesse na relação entre o investidor e o profissional que o assessor. A CVM (2022b), por exemplo, dá um alerta ao investidor ao reconhecer que gerentes de instituições bancárias possuem metas de venda, bem como o banco possui diferentes remunerações por seus produtos, dessa forma, orienta que o investidor avalie se é realmente vantajoso aceitar quaisquer produtos bancários oferecidos por seu gerente.

Cabe às instituições normativas regular o mercado visando mitigar a ocorrência de tais conflitos e, geralmente, isso se dá através da emissão de resoluções normativas, como a resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021 (CVM, 2021d), que em seu artigo 2º estabelece que os profissionais que prestam consultoria de valores mobiliários não podem recomendar produtos ou prestar serviços sem verificar sua adequação ao perfil do cliente. A resolução ainda estipula que devem ser verificados os objetivos de investimento do cliente, sua situação financeira, perfil de risco e seu conhecimento sobre os riscos relacionados aos produtos ofertados.

Contudo, na leitura dos oito documentos elencados para análise, em seis ainda foram identificadas situações que podem levar a conflitos de interesse, conforme figura 11.

Figura 11. Conflitos de interesse identificados na análise documental

Potenciais conflitos de interesse entre investidor e assessor identificados nos documentos							
Documento	Usar ativos do cliente para ganhar dinheiro	Recomendação enviesada devido a parte relacionada	Recomendação inadequada por negligência	Realização de operações sem aval do cliente	Recomendação enviesada devido a comissões	Não falar sobre outras opções do mercado	Representação inadequada do cliente
Lei nº 4.728 de 14/07/1965							✓
Resolução CVM nº 19 de 25/02/2021		✓	✓		✓	✓	
Contrato de intermediação do Itaú	✓						
Contrato de intermediação do Bradesco				✓			
Contrato de intermediação da XP Investimentos	✓	✓					
Contrato de intermediação do BTG Pactual	✓						
<b>Total de ocorrências</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

Fonte: Elaboração própria

Ao todo são sete categorias de conflitos, das quais cinco já haviam sido mapeadas na RSL e outras duas, “recomendação enviesada devido a parte relacionada” e “representação inadequada do cliente”, foram identificadas nessa etapa de análise documental.

O categoria de conflitos com maior ocorrência foi denominada “usar ativos do cliente para ganhar dinheiro”. As menções nos documentos dizem respeito a situações de “*payment for order flow*” e “*bid-ask spread*”. O primeiro termo está relacionado à possibilidade de o agente, ao invés de encaminhar à Bolsa de Valores as ordens recebidas por seu cliente, repassá-las para outra instituição financeira. Nesse repasse é admitido que o agente receba uma comissão, o que pode levar a um conflito uma vez que o agente pode ser incentivado a repassar as operações a outras instituições com intuito de receber comissões, mesmo que não seja a melhor solução para seu cliente. Já o segundo termo, “*bid-ask spread*”, reflete a possibilidade de o agente atuar como contraparte nas operações com seus clientes, priorizando a compra de ativos de clientes que aceitam receber menores preços e a venda a clientes que aceitam pagar maiores preços, capturando assim uma margem financeira que não é devolvida aos clientes.

Exemplos de situações de pagamento pelo fluxo de ordens, ou, “*payment for order flow*”, podem ser identificadas na cláusula 12.1 do contrato de intermediação do BTG Pactual (2020), onde se estipula que a corretora pode realizar repasse de operações, e na cláusula 7.4 do contrato da XP (2022), que diz que a corretora está autorizada a terceirizar a prestação dos serviços objeto do contrato, ainda que permaneça responsável perante o cliente por quaisquer atividades realizadas pelos terceiros.

Quanto ao “*bid-ask spread*”, uma prática comum das corretoras é prover um serviço de aumento de liquidez para as ordens emitidas por seus clientes através da execução diretamente pela corretora, ao invés de repassá-la à Bolsa de Valores, o que pode levar a conflitos de interesse. Um exemplo pode ser observado na cláusula 10.1 do contrato do Itaú (2022), que diz que a instituição poderá atuar como contraparte das ordens de compra ou venda de ativos, com objetivo de promover a liquidez para seus clientes do segmento varejo (pessoas físicas).

A segunda categoria de conflitos mais mencionada foi denominada “recomendação enviesada devido a parte relacionada” e diz respeito à possibilidade de Agentes Autônomos de Investimento e de Consultores CVM recomendarem produtos nos quais eles possuem vínculo societário direto ou indireto, o que pode levar a uma recomendação enviesada. A própria resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021 (CVM, 2021c), estipula no parágrafo 2º do

artigo 18º que ainda que o consultor tenha participado na originação, estruturação ou distribuição de um produto, ele está autorizado recomendá-lo a seus clientes. O contrato da XP (2022) também é explícito ao afirmar que o cliente, ao assinar o contrato, se declara ciente que os AAI poderão figurar como sócios de empresas que administram carteira de valores mobiliários (gestora), que fazem consultoria de valores mobiliários ou mesmo análise de valores mobiliários, e que podem oferecer cotas de fundos de investimento administrados pela gestora da qual são sócios.

A categoria denominada “recomendação inadequada por negligência” está relacionada à possibilidade de profissionais sem preparo adequado atuarem em atividades de consultoria de investimentos, o que pode levar a recomendações não apropriadas. Essa possibilidade foi identificada no artigo 20º da resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021 (CVM, 2021c), que estipula a não obrigatoriedade de obtenção de autorização ou certificação que comprove o conhecimento na área para até 20% dos assessores de uma instituição financeira.

Quanto à categoria “realização de operações sem aval do cliente”, observou-se que nos contratos de intermediação por vezes são estipuladas cláusulas que autorizam a instituição financeira a movimentar e até mesmo liquidar posições de investimentos de seu clientes caso, a seu critério, julgue que representem risco excessivo, contudo, tais critérios não são claros e dão liberdade para a empresa movimentar os ativos sem prévia autorização do cliente. A cláusula 2.13 do contrato do Bradesco (2019) representa um exemplo de tal situação, ao estipular que, caso a corretora acredite que o cliente esteja em situação de risco excessivo, poderá liquidar, a seu critério, as posições dos ativos de forma a diminuir tal risco. O conflito, nessa situação, pode se dar pelo fato de tais critérios de risco não estarem previamente definidos no contrato, o que pode levar a instituição a realizar operações visando benefício próprio.

A “recomendação enviesada devido a comissões”, outra categoria de conflitos, diz respeito à possibilidade de consultores de valores mobiliários receberem “remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na prestação de serviço de consultoria”, conforme estipulado no artigo 18º (inciso V e parágrafo 1º) da resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021 (CVM, 2021c).

Ainda na resolução CVM nº 19 foi possível identificar outra situação que leva a conflitos de interesses relacionados à categoria “não falar sobre outras opções do mercado”

pois, conforme estipulado no artigo 1º (parágrafos quatro e cinco) os profissionais podem dar suporte e orientação apenas sobre os produtos oferecidos pela instituição que representam, ou seja, ainda que existam no mercado outras opções mais adequadas ao perfil do cliente, os agentes não poderão recomendá-las. Bolton, Freixas e Shapiro (2007) discorrem sobre esse conflito em seu artigo, ao questionarem se um assessor deveria dizer a seu cliente que outra empresa oferece uma solução que melhor atende suas necessidades, ou se deveria tentar direcioná-lo a um de seus produtos.

Por fim, a categoria denominada “representação inadequada do cliente” se refere à previsão por lei de as empresas intermediárias representarem os portadores de debêntures ausentes nas assembleias de debenturistas (BRASIL, 1965), o que pode levá-las a agir contra o interesse dos clientes visto que nessas assembleias são definidos tópicos relevantes como a aprovação da conversão das debêntures em ações e condições de emissão de novas debêntures, conforme artigo 44 (parágrafo três) da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (BRASIL, 1965).

Ao todo, na revisão sistemática da literatura e análise documental, foram identificadas 13 categorias de conflitos de interesse, conforme tabela 8.

Tabela 8. Categorias de conflitos de interesse identificadas na RSL e na análise documental

Categorias de conflito de interesse
Recomendação enviesada devido a comissões
Recomendação enviesada devido à pressão interna
Recomendação inadequada por viés cognitivo
Recomendação enviesada em troca de favores
Recomendação inadequada por negligência
Realização de operações sem aval do cliente
Má conduta devido a prejuízos pessoais
Recomendação inadequada por zona de conforto
Venda de serviços desnecessários
Usar ativos do cliente para ganhar dinheiro
Não falar sobre outras opções do mercado
Recomendação enviesada devido a parte relacionada
Representação inadequada do cliente

Fonte: Elaboração própria

No próximo tópico são apresentadas proposições que explicam a existência de tais conflitos que, posteriormente, foram analisadas sob a luz da teoria da agência a fim de melhor compreendê-las e identificar mecanismos para mitigação dos conflitos.

#### **4.4. Proposições que explicam os conflitos de interesse**

As proposições, discutidas na sequência, não pretendem ser exaustivas com relação às possibilidades que levam a existência de conflitos de interesse na relação investidor-assessor, contudo, sugerem diversas hipóteses que podem ser analisadas em novos estudos a partir de dados empíricos.

Proposição 1: Quanto maior o incentivo financeiro ao agente pela distribuição de determinado investimento ou venda de determinado serviço, maior a probabilidade de recomendação.

A primeira proposição explica os conflitos de interesses abarcados nas categorias relacionadas a recomendação enviesada devido a comissões, a parte relacionada e a venda de serviços desnecessários. Nos tópicos anteriores foram apresentadas diversas situações relacionadas a essa proposição, como a indicação de investimentos não aderentes ao perfil do investidor motivada por incentivos financeiros (DIMMOCK; GERKEN; VAN ALFEN, 2021) e a oferta de serviços desnecessários ao cliente a fim de aumentar a cobrança de taxas (BRUHN; ASHER, 2021). Tais situações sugerem que os agentes estão suscetíveis a agir de forma não aderente à necessidade de seus clientes na existência de incentivos financeiros.

Proposição 2: Agentes sujeitos a pressão de empresas podem recomendar a seus clientes produtos que gerem benefícios a tais empresas.

As categorias de conflitos definidas como recomendação enviesada devido à pressão interna e em troca de favores podem ser explicadas pela segunda proposição. Já foram explorados na literatura casos de emissão de relatórios mais otimistas sobre empresas que possuem relação comercial com a corretora ou banco no qual o profissional responsável pelo relatório atua (JIN; LIN; LIN, 2022), além da distorção proposital das projeções a fim de agradar os gestores das empresas em troca acesso a informações privilegiadas (BAKER; DUMONT, 2014), o que corrobora com a segunda proposição.



Proposição 3: Assessores de diferentes perfis tendem a recomendar produtos distintos, independentemente do perfil do cliente.

A terceira proposição está relacionada à recomendação inadequada por viés cognitivo. Conforme Baeckström, Marsh e Silvester (2021) e Šindelář e Budinský (2019) observaram, um mesmo cliente recebe recomendações diferentes a depender de características pessoais do agente, visto que os profissionais tendem a projetar nas carteiras recomendadas suas próprias crenças, preferências e perfis de risco e não apenas as características e objetivos do investidor.

Proposição 4: Ainda que não existam interesses conflitantes, há possibilidade de uma recomendação inadequada por negligência do agente devido a desatenção, despreparo ou despreocupação em atender da melhor maneira as necessidades de seu cliente.

Recomendações inadequadas por negligência do agente são explicadas pela quarta proposição. Como vimos, a legislação não exige que todos os profissionais tenham seus conhecimentos validados antes de atuar com assessoria financeira (CVM, 2021c) e a literatura já abordou a possibilidade de falta de assistência de assessores para dedicar o tempo necessário à avaliação e manutenção de uma carteira de investimentos adequada ao cliente (ANGEL; MCCABE, 2013).

Proposição 5: O acesso aos ativos do cliente pode levar o agente a utilizá-los em benefício próprio e movimentá-los sem autorização prévia.

A quinta proposição aborda o uso dos ativos do cliente em benefício próprio, previamente identificado nas categorias denominadas “usar ativos do cliente para ganhar dinheiro” e “representação inadequada do cliente”, além da ocorrência de operações sem aval do cliente. Na análise documental foi identificada a possibilidade de liquidação, pela corretora, dos ativos do cliente sem critérios previamente estabelecidos e sem aval do investidor (BRADESCO, 2019), ademais, conflitos relacionados a “bid-ask spread” e “payment for order flow” foram amplamente identificados na análise documental (BTGPACTUAL, 2020; ITAÚ, 2022; XP, 2022). Já na literatura foram encontradas menções a casos de operações de trading com ativos de cliente sem autorização prévia (DIMMOCK;

GERKEN; VAN ALFEN, 2021), situação que ajuda a fundamentar a proposição supramencionada.

Proposição 6: A situação financeira pessoal do agente pode influenciar na ocorrência de más condutas.

A categoria de conflitos mapeada como “má conduta devido a prejuízos pessoais” é explicada pela sexta proposição. Dimmock, Gerken e Van Alfen (2021) concluíram em seu estudo que profissionais que passaram por uma redução brusca no patrimônio pessoal estavam mais suscetíveis a movimentar os recursos de seus clientes de forma ilícita. A proposição sugere que, na ocorrência de problemas financeiros pessoais, os agentes podem agir de forma oportunista.

Proposição 7: Ainda que o agente tenha ciência de soluções mais adequadas ao cliente, caso ele não disponha de tais soluções para ofertar ao cliente possivelmente elas não serão mencionadas.

Por fim, a sétima proposição diz respeito a conflitos relacionados à possível falta de transparência do agente em relação às opções de mercado que melhor atendem à necessidade do cliente, conforme chama atenção os autores Angel e McCabe (2013) e Bolton, Freixas e Shapiro (2007). Esse conflito, no Brasil, decorre em especial da regulação vigente, que estipula que assessores prestem orientação apenas sobre os produtos oferecidos pela instituição que representam (CVM, 2021c).

As sete proposições abrangem as treze categorias de conflitos de interesse identificadas na revisão sistemática da literatura e na análise documental, servindo como referência para compreensão do potencial comportamento oportunista na relação de agência. Para avançar nessa análise, no próximo tópico essas proposições serão avaliadas sob a luz da teoria da agência.

#### **4.5. Análise das proposições sob a luz da teoria da agência**

Em estudos anteriores sobre teoria da agência já foram identificadas diversas causas de problemas de agência relacionadas a situações que envolvem separação entre posse e controle, conforme ocorre na relação entre investidor e assessor de investimentos. Panda e

Leepsa (2017), em revisão recente da literatura, mapearam essas causas e as apresentaram de forma organizada. Com base no levantamento desses autores, e levando em consideração os tipos de conflitos identificados na revisão sistemática da literatura e na análise documental, na tabela 9 são apresentadas as causas de problema de agência que possuem relação com o tema deste trabalho.

Tabela 9. Causas dos problemas de agência aplicáveis à relação investidor-assessor

Causa do problema de agência	Explicação
Preferência de risco	Agente e principal possuem diferentes percepções ao risco, o que pode levar a recomendações não adequadas de investimento.
Ganhos limitados / duração da relação limitada	Os agentes têm seus ganhos limitados em relação aos ganhos do principal, ademais, sua atuação é por tempo limitado, assim, buscam maximizar seu benefício durante esse período.
Assimetria de informações	O agente faz gestão e possui todas as informações relacionadas ao investimento, já o principal depende do agente para ter informações. Portanto, essas informações podem não chegar da mesma maneira ao principal.
Risco moral	O principal não consegue monitorar todas as ações do agente, o que pode levá-lo a agir em não conformidade com os objetivos do principal ou a não empregar o esforço adequado para atendê-lo.

Fonte: Elaboração própria, com base em Panda e Leepsa (2017, p. 81)

Partindo desta classificação, tendo como referência as proposições previamente elencadas, é possível traçar um paralelo entre cada proposição e as causas do problema de agência.

A causa denominada “preferência de risco” está relacionada à terceira proposição, que diz que “assessores de diferentes perfis tendem a recomendar produtos distintos, independentemente do perfil do cliente”. Conforme previsto na literatura, agente e principal possuem diferentes percepções ao risco, ademais, conforme avaliaram Baekström, Marsh e Silvester (2021), os agentes estão sujeitos a deixar suas características pessoais influenciarem nas recomendações, o que certamente pode levar a uma escolha inadequada de investimentos.

A segunda causa, denominada “ganhos limitados / duração da relação limitada” diz respeito ao fato de que a relação de agência possui um prazo de vigência e uma remuneração previamente definida. Essa situação influencia no comportamento do agente, que buscará maximizar seus ganhos nesse período, o que pode levar a conflitos relacionados às proposições 1, 2 e 5. A primeira e a segunda proposição envolvem situações de

recomendações enviesadas devido a incentivos financeiros, sejam eles pessoais ou a seus empregadores, já a quinta proposição diz respeito à possibilidade de movimentação dos ativos do cliente a fim de obter benefícios próprios. Eisenhardt (1989) também estabeleceu em seu estudo uma proposição similar, ao afirmar que relações de agência de curto prazo estão mais suscetíveis a assimetria de informações, o que pode levar a comportamento oportunista.

A teoria da agência assume que as informações são distribuídas de forma assimétrica entre principal e agente (EISENHARDT, 1989). Na relação entre investidor e assessor é natural que o assessor detenha mais informações relacionadas ao produto que recomenda ao investidor. Essa assimetria de informações, estipulada como a terceira causa de problemas de agência, também pode ser atribuída às proposições 1 e 2, ou seja, a recomendação enviesada ocorre justamente pelo fato de o principal não ter posse de todas as informações necessárias para julgar se tal recomendação é adequada para seus objetivos. A proposição 7 também está diretamente relacionada com esta causa, afinal, o fato de o agente não mencionar soluções de mercado mais adequadas ao cliente se sustenta apenas quando o principal não possui conhecimento sobre tais opções.

Por fim, o risco moral, estabelecido como a quarta causa, diz respeito ao fato de o principal não conseguir observar o comportamento do agente, o que pode levá-lo a não empregar o esforço adequado para atender os interesses do principal (conforme previsto na quarta proposição) e à possibilidade de ocorrência de más condutas (associadas às proposições de número 5 e 6).

Os conceitos explorados no campo da teoria da agência, conforme vimos, são capazes de explicar as sete proposições elaboradas com base na RSL e na análise dos contratos que regem a relação entre investidor e assessor, o que evidencia a contribuição da teoria ao presente estudo. No próximo tópico, também com base nesse campo teórico, serão exploradas opções para mitigação dos problemas de agência.

#### **4.6. Recomendações previstas na literatura e nos documentos analisados para mitigar problemas de agência**

Eisenhardt (1989), em ampla revisão da literatura sobre a teoria da agência, sugere que a utilização de contratos com regras de remuneração baseada em resultados verificáveis pelo principal minimiza a ocorrência de problemas de agência. O argumento é que tais contratos possibilitam o alinhamento dos interesses do agente e do principal, uma vez que a

recompensa de ambos depende do mesmo resultado. A autora ainda defende que a mitigação de conflitos de interesse depende de um arranjo que possibilite ao principal estar ciente das ações dos agentes. É certo que o agente está mais suscetível a agir de forma alinhada aos interesses do principal quando seu comportamento é monitorado, contudo, a viabilização de uma estrutura de informação sólida incorre em custos de monitoramento que devem ser levados em consideração.

Desde os primeiros estudos sobre teoria da agência a ideia de compartilhar os resultados com os agentes é avaliada como solução para minimizar comportamentos oportunistas. Jensen e Meckling (1976), por exemplo, descrevem que a atribuição de participação societária aos gerentes de empresas faz com que eles trabalhem em linha com os objetivos do dono da empresa, concentrando seus esforços na melhora do desempenho da firma, afinal, serão diretamente beneficiados.

Ainda que não seja atribuída participação societária ao agente, o estabelecimento de remuneração adequada é fundamental. Panda e Leepsa (2017) identificaram, em revisão da literatura, que a utilização de um pacote de remuneração inadequado pode levar o agente a usar os ativos do principal em benefício próprio, buscando maximizar seus resultados. Em contrapartida, incentivos financeiros adequados podem motivar o agente a se dedicar mais em maximizar o retorno do principal.

Outra solução, bastante explorada no ambiente empresarial, é a inclusão de profissionais independentes no conselho de administração da empresa, aumentando assim o monitoramento sobre a ação dos gerentes e levando-os a agir conforme os objetivos do principal (PANDA; LEEPSA, 2017). O conceito de atribuir profissionais independentes para monitorar as ações do agente é bastante amplo, podendo ser aplicado não apenas na gestão de empresas, mas também em situações que envolvem a recomendação de investimentos.

Avaliando especificamente a relação de agência existente entre assessor e investidor, foram identificadas na RSL situações que contribuem para mitigação dos conflitos de interesse. Dimmock, Gerken e Van Alfen (2021), por exemplo, observaram que assessores financeiros buscam manter boa reputação profissional de forma a obter oportunidades de desenvolvimento na carreira e, quanto menos tolerante a más condutas for seu empregador, menor a ocorrência de comportamento oportunista. Altinkiliç, Balashov e Hansen (2019) destacam que instituições financeiras de melhor reputação disciplinam seus funcionários de forma mais severa do que instituições de baixa reputação, o que leva a menor incidência de más condutas dentre seus assessores. Os autores ainda defendem que a pressão competitiva do

setor bancário leva os bancos a monitorarem seus profissionais e disciplinar aqueles que geram relatórios ou recomendações visando benefícios próprios.

A importância de um monitoramento efetivo por parte dos órgãos reguladores também foi identificada na literatura. Como ponto crítico destaca-se a dificuldade de avaliar se as recomendações realizadas pelos agentes estão em linha com o perfil de investimento adequado à necessidade dos clientes (BAECKSTRÖM; MARSH; SILVESTER, 2021). Os autores apontam que a supervisão da atividade dos assessores não segue parâmetros precisamente especificados ou padronizados, dessa forma, o processo de avaliação se torna frágil e passível de julgamentos individuais. Bruhn e Asher (2021) também ressaltam a dificuldade de avaliar a qualidade das recomendações, o que pode levar a ações em não conformidade com a regulação.

Angel e McCabe (2013), em estudo que avalia os padrões éticos dentre corretores de ações, defendem que, uma vez que conflitos de interesse na relação investidor-assessor existem, eles devem ser apresentados ao investidor de forma clara, para que ele compreenda como esses conflitos podem afetar as recomendações, garantindo assim seu direito de ciência e, sendo o caso, de consentimento. Os autores apontam que quanto maior a clareza nessa relação, menor o prejuízo ao cliente.

Inderst e Ottaviani (2012b) também ressaltam a importância da transparência, através de iniciativas como a divulgação aos clientes dos registros de suas operações e de índices de *benchmark*, para que possam avaliar o retorno de suas carteiras de investimento e compará-lo com o retorno médio de mercado.

Calcagno, Giofré e Urzì-Brancati (2017) sugerem, como solução para mitigar conflitos de interesse, a validação das recomendações recebidas junto a outro profissional especialista na área. A confirmação através de uma segunda opinião, em especial aos clientes que não possuem domínio sobre investimentos, é uma estratégia efetiva para comedir os agentes. Quanto ao domínio sobre o tema, os autores defendem que quanto maior o conhecimento do cliente, melhor o controle sobre as atividades do assessor, portanto, iniciativas de difusão de conhecimento e divulgação de informações são aliadas no combate a comportamentos oportunistas.

A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais (BRASIL, 1965), também apresenta dispositivos a fim de minimizar conflitos de interesse, conforme se observa no parágrafo 4º do artigo 8º em que se estipula que os administradores

de corretoras de valores mobiliários não podem exercer cargo administrativo ou consultivo em empresas cujos títulos sejam negociados em bolsa.

Exemplos similares são observados no artigo 4º da resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021, que dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários (CVM, 2021c), onde se estipula que o diretor responsável pela empresa de consultoria não pode exercer outras atividades no mercado de valores mobiliários, bem como, conforme artigo 18º, a vedação ao consultor de atuar na estruturação de produtos que sejam objeto de recomendação a seus clientes. Esse artigo também prevê a proibição ao consultor de receber remunerações ou vantagens de partes relacionadas que potencialmente prejudique sua independência na recomendação de investimentos.

A resolução CVM nº 19 ainda estipula, no artigo 16º, que na prestação de serviço de consultoria de investimentos deve ser observado o princípio de boa-fé, colocando os interesses do cliente acima dos interesses do consultor, ademais, as recomendações devem atender aos objetivos do cliente, considerando seu perfil e situação financeira, contudo, não são definidas as métricas para avaliar se tais princípios estão sendo cumpridos. Ainda no artigo 16º, são previstas regras de conduta aos profissionais que envolvem princípios de transparência, no que diz respeito à descrição da remuneração cobrada pelo serviço, além do dever de informar o cliente sobre outras atividades executadas pelo consultor e os potenciais conflitos de interesse que podem derivar dessas atividades e a prestação de consultoria de investimentos. A resolução também prevê a obrigatoriedade de transferir ao cliente qualquer benefício auferido pelo consultor em decorrência da execução de sua atividade de consultoria de valores mobiliários, além do dever de explicar ao cliente a abrangência dos serviços prestados, indicando os tipos de valores mobiliários compreendidos.

Uma das soluções para reduzir problemas de agência, conforme prevê a teoria da agência, é garantir um monitoramento eficiente das ações do agente, de forma que sejam verificáveis pelo principal. Dessa forma, a resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021, que dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários (CVM, 2021c), estipula que qualquer recomendação ou aconselhamento deve ser realizado de modo a possibilitar seu registro. Tais arquivos devem ser mantidos pelo prazo mínimo de cinco anos e devem conter os cálculos que fundamentam a cobrança de taxas e as análises que fundamentaram as recomendações. Visto que as comunicações entre assessor e investidor majoritariamente se dão através de conversas telefônicas ou mensagens eletrônicas, a manutenção desses registros se dá por meio de gravações que, conforme preveem os contratos de intermediação financeira,

poderão ser utilizadas como prova para esclarecer questões relacionadas às operações realizadas (BRADESCO, 2019).

São muitos os mecanismos de mitigação de conflitos de interesse estudados na teoria da agência, encontrados na revisão sistemática da literatura e previstos na regulação e nos contratos que regem a relação de agência. No próximo tópico são apresentadas as considerações finais desse trabalho e as soluções que melhor endereçam a mitigação dos conflitos existentes na relação entre assessor e investidor.





## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação dedica-se à análise dos conflitos de interesse existentes na relação investidor-assessor e à proposição de recomendações para mitigar tais conflitos. Ademais, como objetivos secundários, mapear os agentes aptos a prestar o serviço de recomendação de investimentos no Brasil e compreender, com base na literatura e na análise dos contratos que regem a relação de agência, as situações que levam à existência desses conflitos.

Quanto ao mapeamento dos agentes que prestam o serviço de recomendação de investimentos para pessoa física no Brasil, com base na legislação vigente, cabe ressaltar que foram identificados 15 agentes, dos quais, apenas três atuam de forma autônoma enquanto os outros 12 possuem vínculo com alguma instituição financeira. Outra descoberta é que, com exceção dos consultores e analistas de valores mobiliários, que podem atuar apenas com recomendação de ativos, os demais agentes estão aptos a recomendar e operacionalizar os investimentos. Em busca na literatura não foram identificados estudos que apresentem essa informação de forma organizada ou mesmo consolidada, o que evidencia uma contribuição desta dissertação para estudos futuros nesse campo.

Empregando o método de revisão sistemática da literatura foram selecionados 15 artigos para análise. Não foram identificados estudos que endereçam o tema no contexto nacional, contudo, após leitura da legislação brasileira específica e dos contratos de prestação de serviço das principais empresas no país, verificou-se que os problemas de agência identificados nos estudos também se aplicam ao Brasil. Importante observar que uma parcela significativa dos trabalhos analisados tiveram sua elaboração motivada por mudanças recentes na legislação dos países em estudo, ou seja, buscaram avaliar o impacto da atualização regulatória no comportamento dos agentes, evidenciando um segmento em constante atualização.

Na análise dos artigos foram identificadas diversas situações de conflitos de interesses, que foram agrupadas em 11 categorias capazes de abranger tais situações, sendo as mais recorrentes: recomendação enviesada devido a comissões (identificada em todos os artigos analisados), recomendação enviesada devido à pressão interna e recomendação inadequada por viés cognitivo.

Nesta dissertação também foi empregado o método de estudo de caso, mediante análise documental da legislação em vigor (imposta na forma lei federal, resoluções da CVM e do CMN) e dos contratos de intermediação financeira das quatro maiores empresas em

termos de distribuição de investimentos no Brasil (Itaú, XP Investimentos, BTG Pactual e Bradesco). Nessa análise foram identificadas situações que remetem a sete categorias de conflitos de interesse, das quais cinco já haviam sido mapeadas na RSL e outras duas, relacionadas a recomendação enviesada devido a parte relacionada e a representação inadequada do cliente, foram identificadas apenas na análise documental, evidenciando assim uma contribuição do método de estudo de caso que, combinado com a RSL, possibilitou um encaminhamento mais completo das questões levantadas no problema de pesquisa. Na análise documental a categoria com maior ocorrência está relacionada ao uso de ativos do cliente em benefício próprio.

Partindo da análise das 13 categorias de conflito de interesse identificadas na RSL e na análise documental, foram elaboradas sete proposições sobre os motivos que levam a existência de tais conflitos. Ficou evidente que a existência de comportamento oportunista se deve ao menos a um de três fatores: por motivação própria, pressão do empregador ou por força de lei.

A existência de motivação própria é indiscutível, tendo como referência os diversos relatos identificados na literatura relacionados à busca pela maximização de comissões, movimentação indevida de ativos dos clientes e ganhos pessoais na forma de troca de favores. Já a motivação por pressão do empregador está relacionada à criação de condições de incentivo a recomendações enviesadas pelas empresas e à predileção por funcionários complacentes em oportunidades de crescimento na carreira. Ainda que não haja qualquer motivação pessoal ou pressão interna, o assessor inevitavelmente está sujeito a agir contra os interesses do cliente por força de lei, afinal, a legislação atual, por exemplo, proíbe que o profissional oriente o investidor sobre produtos distribuídos por outras instituições financeiras, ainda que sejam mais adequados a sua necessidade.

As proposições também dão conta de outras situações de conflito de interesse não motivadas por oportunismo do agente, como a recomendação e gestão inadequada de investimentos devido a vieses cognitivos e negligência do profissional. Essas situações, conforme verificado na literatura analisada, não são motivadas por ganhos pessoais ao agente, porém, levam a uma representação não alinhada aos interesses do principal.

Dessa análise conclui-se que a relação de agência entre assessor e investidor é inerentemente conflituosa, seja por força de lei, por questões cognitivas ou por motivos escusos relacionados a pressão das instituições financeiras ou oportunismo do assessor. Essa conclusão evidencia a dificuldade de implantação de iniciativas que visem eliminar os

conflitos, afinal, conforme se evidenciou em diversos estudos analisados na RSL, não basta uma atualização regulatória.

Com base no referencial teórico foram identificadas quatro causas de problemas de agência que podem ser correlacionados à relação investidor-assessor, são elas: diferenças na preferência de risco, limitação dos ganhos, assimetria de informações e risco moral. Conforme proposto neste trabalho, as sete proposições foram submetidas a uma avaliação sob a luz da teoria da agência e, dessa análise, foram identificadas conexões entre todas as proposições e as quatro causas de problema de agência mapeadas no referencial teórico.

Apesar de uma relação inerentemente conflituosa, seja devido ao oportunismo do agente, por força de lei ou por questões comportamentais, ainda assim a implementação de algumas iniciativas podem contribuir para a mitigação dos conflitos de interesses, em especial os conflitos relacionados ao comportamento oportunista.

O monitoramento efetivo das ações do agente já foi amplamente explorado na literatura como ferramenta para comedir más condutas. Foi possível identificar, com base nos artigos da RSL e nos contratos que regem a intermediação financeira, oportunidades de melhoria nesse monitoramento, através de iniciativas como: i) validação das recomendações recebidas junto a um especialista, isto é, a busca por uma segunda opinião; ii) proatividade do investidor para comparar seu perfil de risco com os produtos recomendados pelo assessor, uma vez que os órgãos reguladores falham nesse monitoramento; iii) privilegiar a relação com instituições financeiras de melhor reputação, visto que essas tendem a ser menos tolerantes a más condutas de seus funcionários; e iv) verificar a abrangência dos produtos passíveis de recomendação pela instituição financeira, de forma que fique claro ao investidor as opções não inclusas, afinal, a legislação atual proíbe que o assessor oriente seu cliente sobre produtos que ele não tenha à disposição.

Outra oportunidade de mitigação de conflitos está relacionada ao arranjo de remuneração na atividade de assessoria. Nas quatro instituições financeiras analisadas, que intermediam grande parcela dos investimentos de clientes pessoa física no Brasil, não há qualquer cobrança pelo aconselhamento de investimentos e são raros os produtos em que há remuneração baseada em performance. Conforme preconiza a teoria da agência, o agente tende a agir em benefício do principal quando a relação contratual prevê uma estrutura de recompensa baseada em resultados, portanto, a eliminação de comissões pela distribuição de produtos, ou, ao menos a promoção de transparência ao cliente sobre tais comissões, associada a um arranjo de pagamento pelo serviço de assessoria ou pelo resultado auferido

pode ser uma solução para mitigar uma parcela dos conflitos de interesse. Como diz o ditado popular, não existe almoço grátis, ou seja, se você não paga por um serviço é porque provavelmente o produto é você.

Por fim, a promoção de iniciativas de difusão de conhecimento acerca de investimentos também pode contribuir para diminuição dos conflitos, afinal, quanto maior a familiaridade do investidor com os produtos oferecidos por seu assessor, mais senso crítico ele terá para avaliar se a recomendação está alinhada a seus interesses, além disso, contribui para um monitoramento mais eficiente sobre a ação do agente.

É possível concluir que a relação investidor-assessor é conflituosa por natureza e a teoria da agência, na corrente positivista, se mostrou adequada para explicar os problemas existentes nessa relação de agência. Algumas iniciativas são capazes de mitigar tais problemas, em especial relacionadas a melhora no monitoramento das ações do agente e no arranjo de remuneração pelo serviço prestado. Se trata de um tema abrangente e em um mercado em constante atualização, portanto, neste trabalho não foi possível exaurir todas as questões, em especial devido ao recorte de estudo e limitações metodológicas. O próximo tópico trata dessas questões e apresenta sugestões para novos estudos nesse campo.

### **5.1. Limitações e sugestões para estudos futuros**

Ao longo do trabalho foi identificada uma categoria de conflitos de interesse relacionada a vieses comportamentais dos agentes e, tendo em vista que o enfoque teórico deste trabalho está embasado na teoria da agência, o tema foi explorado a partir das diferenças nas percepções de risco entre investidor e assessor. Contudo, certamente há oportunidade de endereçar esse problema a partir da economia comportamental, explorando os vieses cognitivos que levam os assessores a recomendar investimentos não adequados ao perfil de seus clientes.

Quanto ao recorte, este trabalho se limitou à análise da relação entre investidor e assessor, porém, cabe ressaltar que dentro desse relacionamento existe outra relação de agência, entre o assessor (agente) e seu empregador (principal). Ficou evidente que este vínculo também é conflituoso, e seu estudo pode contribuir para novas conclusões.

Ainda como limitação, devido à abordagem teórica baseada na corrente positivista da teoria da agência, o assessor foi avaliado como um sujeito com tendência oportunista, porém, há possibilidade de um enfoque baseado na corrente da *stewardship theory*, onde o agente é

visto como sujeito de bom caráter e os problemas de agência decorrem do principal (que neste caso, para aprofundamento do estudo, pode ser seu empregador).

Por fim, todas as categorias de conflitos de interesse analisadas nesse trabalho foram mapeadas via estudo de caso, mediante análise documental, e via revisão sistemática da literatura, contudo, é quase certo que ainda não abrangem todas as possibilidades de conflitos existentes nessa relação. A condução de novos estudos com aplicação de entrevistas estruturadas junto a investidores e profissionais que atuam na área pode contribuir para um levantamento mais exaustivo.

## REFERÊNCIAS

AGRAWAL, A.; CHEN, M. A. Analyst Conflicts and Research Quality. **Quarterly Journal of Finance**, v. 2, n. 2, 1 jun. 2012.

ALTINKILIÇ, O.; BALASHOV, V. S.; HANSEN, R. S. Investment bank monitoring and bonding of security analysts' research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 67, n. 1, p. 98–119, 2019.

ANBIMA. **Relatório: Raio X do investidor brasileiro. 5ª edição**, 2022a. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/raio-x-do-investidor-2022.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2022.htm)>

ANBIMA. **Código de Certificação versão março/22**, 2022b. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/autorregular/codigos/certificacao.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/certificacao.htm)>

ANBIMA. **Ranking de Renda Fixa, Híbridos e de Renda Variável - outubro/2022**, 2022c. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/ranking/mercado-de-capitais/mercado-de-capitais.htm#>](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/mercado-de-capitais/mercado-de-capitais.htm#>). Acesso em: 20 dez. 2022

ANBIMA; CVM. **Se liga na fraude - Conteúdos educacionais para investir com segurança e evitar cair em fraudes**, 2020. Disponível em: <<https://seliganafraude.anbima.com.br/como-avaliar-uma-promessa-de-alta-rentabilidade/>>. Acesso em: 10 jan. 2023

ANCORD. **Relatório anual ANCORD**, 2021. Disponível em: <<https://www.ancord.org.br/ancord-publica-seu-relatorio-anual-2021/>>

ANGEL, J. J.; MCCABE, D. Ethical Standards for Stockbrokers: Fiduciary or Suitability? **JOURNAL OF BUSINESS ETHICS**, v. 115, n. 1, p. 183–193, 2013.

ARROW, K. J. The economics of agency. In: PRATT, J. W.; ZECKHAUSER, R. J. (Eds.). . **Principals and agents: the structure of american business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

B3. **A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro**, 2020. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/data/files/69/75/42/A0/36ECA71068C61CA7AC094EA8/Pesquisa PF\\_vf \\_dez.20\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/69/75/42/A0/36ECA71068C61CA7AC094EA8/Pesquisa_PF_vf_dez.20_.pdf)>

B3. **Pessoas físicas: Uma análise da evolução dos investidores na B3 (Setembro/22)**, 2022a. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/)>

B3. **Relatório sobre pessoa física – anual de 2021**, 2022b. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica)>. Acesso em: 25 abr. 2022

BAECKSTRÖM, Y.; MARSH, I. W.; SILVESTER, J. Variations in investment advice provision: A study of financial advisors of millionaire investors. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 188, p. 716–735, 1 ago. 2021.

BAKER, W.; DUMONT, G. Equity analyst recommendations: A case for affirmative disclosure? **Journal of Consumer Affairs**, v. 48, n. 1, p. 96–123, 2014.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CLEGG, S. R.; HARDY, C.; NORD, W. R. (Eds.). **Handbook de estudos organizacionais: modelos de análises e novas questões em estudos organizacionais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BC. **O que é cooperativa de crédito?**, 2017. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/cooperativacredito>>. Acesso em: 17 nov. 2022

BC. **Fintechs**, 2018a. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>>. Acesso em: 17 nov. 2022

BC. **Resolução nº 4.656 de 26 de abril de 2018**. Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e procedimentos[...], 2018b. Disponível em: <[https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res\\_4656\\_v1\\_O.pdf](https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf)>

BC. **O que é associação de poupança e empréstimo?**, 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/associacaopoupancaemprestimo>>. Acesso em: 17 nov. 2022



BC. **Atribuições Banco Central**, 2021. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/planejamentoestrategico>>. Acesso em: 4 nov. 2022

BC. **Historia da moeda no Brasil**, 2022a. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/cedulasemoedas/moedasemitidas](http://www.bcb.gov.br/cedulasemoedas/moedasemitidas)>. Acesso em: 26 jun. 2022

BC. **Composição do SFN**, 2022b. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/composicaosfn>>. Acesso em: 15 nov. 2022

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. 1. ed. New York: The Macmillan Company, 1932.

BHATTACHARYA, U. et al. Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study. **The Review of Financial Studies**, v. 25, n. 4, p. 975–1032, 2012.

BOLTON, P.; FREIXAS, X.; SHAPIRO, J. Conflicts of interest, information provision, and competition in the financial services industry. **Journal of Financial Economics**, v. 85, p. 297–330, 2007.

BOWEN, G. A. Document Analysis as a Qualitative Research Method. **Qualitative Research Journal**, v. 9, n. 2, p. 27–40, 2009.

BRADESCO. **Contrato de Intermediação e Subcustódia**, 2019. Disponível em: <[https://www.bradesco corretora.com.br/BradescoCorretora/static\\_files/portal/files/pdf/Normas Para Operar/Contrato\\_Intermediacao\\_5900\\_124E\\_v4.pdf](https://www.bradesco corretora.com.br/BradescoCorretora/static_files/portal/files/pdf/Normas Para Operar/Contrato_Intermediacao_5900_124E_v4.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2023

BRASIL. **LEI nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências, 1964. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4595compilado.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595compilado.htm)>

BRASIL. **LEI nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento, 1965. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm)>

BRASIL. **Decreto-Lei nº 70 de 21 de novembro de 1966**. Autoriza o funcionamento de associações de poupança e empréstimo, institui a cédula hipotecária e dá outras providências,

1966. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del0070-66.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0070-66.htm)>

BRUHN, A.; ASHER, A. The primacy of ethics in the provision of financial advice. **Accounting and Finance**, v. 61, n. 2, p. 3305–3327, 1 jun. 2021.

BTG-PACTUAL. **Contrato de Intermediação, BTC, Custódia e outras avenças**, 2020. Disponível em: <<https://static.btgpactual.com/media/contrato-de-intermediacao-btc-custodia-e-outras-avencas-registrado.pdf%0A>>. Acesso em: 20 abr. 2023

CALCAGNO, R.; GIOFRÉ, M.; URZÌ-BRANCATI, M. C. To trust is good, but to control is better: How investors discipline financial advisors' activity. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 140, p. 287–316, 1 ago. 2017.

CAMPBELL, J. Y. et al. Consumer Financial Protection. **Journal of Economic Perspectives**, v. 25, n. 1, p. 91–114, 2011.

CARLIN, B. I.; GERVAIS, S. Legal Protection in Retail Financial Markets. **The Review of Corporate Finance Studies**, v. 1, n. 1, p. 68–108, 2012.

CASAGRANDE, M.; PRADO, E. Mercado financeiro: um estudo da evolução do nível do investimento na BM&F Bovespa e a taxa Selic de 2011 a 2015. **Universitas**, v. 21, p. 65–90, 2017.

CELLARD, A. A análise documental. In: POUPART, J. et al. (Eds.). . **A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos**. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 2012. p. 295–316.

CMN. **Resolução nº 1.524 de 21 de setembro de 1988**, 1988. Disponível em: <[https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/42158/Res\\_1524\\_v1\\_O.pdf](https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/42158/Res_1524_v1_O.pdf)>

CMN. **Resolução CMN nº 2.099 de 17 de agosto de 1994**. Aprova regulamentos que dispõem sobre as condições relativamente ao acesso ao Sistema Financeiro Nacional, aos valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado, à instalação de dependências e à obrigatoriedade da manutenção de patrimônio líquido, 1994. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1994/pdf/res\\_2099\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1994/pdf/res_2099_v1_O.pdf)>

CMN. **Resolução CMN nº 2.624 de 29 de julho de 1999**. Consolida as normas sobre a constituição e o funcionamento de bancos de investimento, 1999. Disponível em: <[https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/45083/Res\\_2624\\_v1\\_O.pdf](https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/45083/Res_2624_v1_O.pdf)>

CMN. **Resolução CMN nº 5.008 de 24 de Março de 2022**. Dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, 2022. Disponível em:

<<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=ResolucaoCMN&numero=5008>>

CMN. **Resolução CMN nº 5.060 de 16 de fevereiro de 2023**. Dispõe sobre a organização e o funcionamento dos bancos comerciais e dos bancos múltiplos, 2023. Disponível em:

<<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=ResolucaoCMN&numero=5060%0A>>

CVM. **Instrução CVM nº 380, de 23 de dezembro de 2002**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas em bolsas e mercados de balcão organizado por meio da rede mundial de computadores e dá outras providências, 2002.

Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst380consolid.pdf>>

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

CVM. **Instrução CVM nº 558 de 26 de março de 2015**. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, 2015. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst558.pdf>>

CVM. **Instrução CVM nº 592 de 17 de novembro de 2017**. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários, 2017. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst592.pdf>>

CVM. **Instrução CVM nº 598, de 03 de maio de 2018**. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários, 2018. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>>

CVM. **Atribuições da Comissão de Valores Mobiliários**, 2020. Disponível em:

<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/competencia>>. Acesso em: 4 nov. 2022

CVM. **Resolução CVM nº 16, de 09 de fevereiro de 2021.** Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento e revoga a Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, a Instrução CVM nº 515, de 29 de dezembro de 2011, e a Instrução CVM nº 610, de 5 de agosto de 2019, 2021a. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol016.pdf>>

CVM. **Resolução CVM nº 51 de 31 de agosto de 2021.** Dispõe sobre o cadastro de participantes do mercado de valores mobiliários na Comissão de Valores Mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, 2021b. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol051consolid.pdf>>

CVM. **Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021.** Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários, 2021c. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html>>

CVM. **Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.** Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, 2021d. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>>

CVM. **Portal de dados abertos CVM,** 2022a. Disponível em: <<https://dados.cvm.gov.br/group/>>. Acesso em: 14 dez. 2022

CVM. **Quem pode me ajudar a investir?,** 2022b. Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros\\_passos/Investindo/quem\\_pode\\_ajudar\\_investir.html](https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Investindo/quem_pode_ajudar_investir.html)>. Acesso em: 4 nov. 2022

DAMODARAN, A. **Corporate finance.** New York: John Wiley, 1997.

DIMMOCK, S. G.; GERKEN, W. C.; VAN ALFEN, T. Real Estate Shocks and Financial Advisor Misconduct. **Journal of Finance**, v. 76, n. 6, p. 3309–3346, 1 dez. 2021.

EDELEN, R.; EVANS, R.; KADLEC, G. **What do Soft-dollars buy? Performance, Expense Shifting, Agency Costs.** National Bureau of Economic Research. **Anais...NBER 2008 Meeting**, 2008

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management**, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FOERSTER, S. et al. Retail Financial Advice: Does One Size Fit All? **The Journal of Finance**, v. 72, n. 4, p. 1441–1482, 7 out. 2017.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 18. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

HACKETHAL, A.; HALIASSOS, M.; JAPPELLI, T. Financial advisors: A case of babysitters? **Journal of Banking & Finance**, v. 36, p. 509–524, 2012.

HECKERMAN, D. G. Motivating managers to make investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v. 2, p. 273–292, 1975.

HOVAKIMIAN, A.; SAENYASIRI, E. Conflicts of interest and analyst behavior: Evidence from recent changes in regulation. **Financial Analysts Journal**, v. 66, n. 4, p. 96–107, jul. 2010.

HU, J. et al. Share pledging and optimism in analyst earnings forecasts: Evidence from China. **Journal of Banking and Finance**, v. 132, 1 nov. 2021.

IBGE. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/tabela/1737>>. Acesso em: 25 abr. 2022.

INDERST, R.; OTTAVIANI, M. How (not) to pay for advice: A framework for consumer financial protection. **Journal of Financial Economics**, v. 105, p. 393–411, 2012a.

INDERST, R.; OTTAVIANI, M. Financial Advice. **Journal of Economic Literature**, v. 50, n. 2, p. 494–512, 7 out. 2012b.

ITAÚ. **Regras e parâmetros de atuação da Itaú Corretora de Valores S.A.**, 2022. Disponível em: <<https://www.itaucorretora.com.br/atendimento/regras-e-parametros.aspx>>. Acesso em: 20 abr. 2023

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

JIN, Z.; LIN, B.; LIN, C. M. Client Relationships, Analyst Coverage, and Earnings Management. **Accounting Horizons**, v. 36, n. 1, p. 151–169, 1 mar. 2022.

KISER, E. Comparing varieties of agency theory in economics, political science, and sociology: an illustration from state policy implementation. **Sociological theory**, v. 17, n. 2, p. 146–170, 1999.

MARTITS, L. A.; EID JUNIOR, W. Aversão a perdas: comparação de decisões de investimento entre investidores individuais e fundos de pensão no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 4, p. 429–457, 2009.

MEDEIROS, G. L. B.; MEDEIROS, L. N. P. Ausência de educação financeira no Brasil: O impacto à sociedade e a possibilidade de reversão. **Brazilian Journal of Development**, v. 7, n. 10, p. 101408–101417, 2021.

MOYA, M. F.; BALANGUER, R. C. Looking for the perfect structure: The evolution of family office from a long-term perspective. **Universia Business Review**, p. 82–93, 2011.

NUSSBAUMER, P.; MATTER, I.; SCHWABE, G. “Enforced” vs. “Casual” Transparency – Findings from IT-Supported Financial Advisory Encounters. **ACM Transactions on Management Information Systems**, v. 3, n. 2, p. 11:1-11:19, 2012.

OLIVEIRA, F. N. DE; PAULA, E. L. D. Determinando o grau ótimo de diversificação para investidores usuários de home brokers. **Brazilian Review of Finance**, v. 6, n. 3, p. 439–463, 2008.

PALMATIER, R. W.; HOUSTON, M. B.; HULLAND, J. Review articles: purpose, process, and structure. **Journal of the Academy of Marketing Science** 2017 46:1, v. 46, n. 1, p. 1–5, 2 out. 2017.

PANDA, B.; LEEPSA, N. M. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, v. 10, n. 1, p. 74–95, 2017.

PERROW, C. **Complex Organizations: A Critical Essay**. 3. ed. New York: Random House, 1986.

ROSS, S. The economic theory of agency: The principal’s problem. **American Economic Review**, v. 63, p. 134–139, 1973.

SCHIMANK, U. Against all odds: the ‘loyalty’ of small investors. **Socio-Economic Review**, v. 9, n. 1, p. 107–135, 2011.

SECURATO, J. R.; SECURATO, J. C.; OLIVO, R. L. F. Sistema Financeiro Nacional - SFN. In: SECURATO, J. R.; SECURATO, J. C. (Eds.). . **Mercado Financeiro: conceitos, cálculo e análise de investimentos**. 3. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

SELAN, B. **Mercado Financeiro**. 1. ed. Ribeirão Preto: Editora Universidade Estácio de Sá, 2015.

SHAPIRO, S. P. Agency theory. **Annual review of sociology**, v. 31, p. 263–284, 2005.

ŠINDELÁŘ, J.; BUDINSKÝ, P. Does commission remuneration affect the investor's outcome? Experience from Central Europe. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 27, n. 4, p. 494–508, 1 nov. 2019.

SOKOLINSKI, S. Regulating Commission-Based Financial Advice: Evidence from a Natural Experiment. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 2022.

STOUGHTON, N. M.; WU, Y.; ZECHNER, J. Intermediated investment management. **The Journal of Finance**, v. LXVI, n. 3, p. 947–980, 2011.

TRANFIELD, D.; DENYER, D.; SMART, P. Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. **British Journal of Management**, v. 14, n. 3, p. 207–222, 2003.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: Free Press, 1985.

XIAO, Y.; WATSON, M. Guidance on Conducting a Systematic Literature Review. **Journal of Planning Education and Research**, v. 39, n. 1, p. 93–112, 1 mar. 2019.

XP. **Contrato de intermediação e custódia e outras avenças**, 2022. Disponível em: <<https://www.xpi.com.br/documentos/contrato-de-intermediacao/>>. Acesso em: 20 abr. 2023

YIN, R. K. **Estudo de Caso: planejamento e métodos**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.