

Investidor e assessor: uma relação inerentemente conflituosa

Marcio Cezarini Borges e Roberto Arruda de Souza Lima

RESUMO

O mercado de capitais brasileiro tem vivenciado um expressivo aumento na participação de investidores pessoa física, movimento impulsionado pela estabilidade econômica, digitalização do acesso e popularização de conteúdos sobre finanças. Paralelamente, observa-se a crescente demanda por serviços de assessoria de investimentos, frequentemente prestados por profissionais ou instituições que atuam como representantes do investidor. No entanto, essa relação configura um típico problema de agência, sujeito a assimetrias informacionais e potenciais conflitos de interesse, especialmente quando os incentivos do assessor estão desalinhados aos objetivos do investidor. Embora a literatura internacional já documente diferentes práticas conflituosas, verifica-se a escassez de estudos com foco no mercado brasileiro e na identificação dos agentes legalmente habilitados a prestar esse serviço, além da ausência de uma tipologia de conflitos de interesse que contribua ao avanço do campo de estudo. Diante disso, este estudo tem como objetivo mapear os potenciais conflitos de interesse na relação assessor-investidor e identificar os profissionais e instituições autorizados, por lei, a atuar com recomendação de investimentos no Brasil. Para tanto, realizou-se uma análise da legislação vigente e uma Revisão Sistemática da Literatura (RSL) a fim de buscar evidências sobre tais conflitos. Os resultados possibilitaram a identificação de 11 categorias de conflitos e 15 tipos de agentes que atuam de forma legal neste mercado, permitindo estabelecer conexões entre suas características individuais e os riscos associados. O estudo contribui ao oferecer uma tipologia dos conflitos mais recorrentes e ao ampliar o entendimento sobre os limites e riscos da assessoria de investimentos no país.

Palavras-Chave: conflito de interesse; assessoria de investimento; teoria da agência.

Investor and advisor: an inherently conflictual relationship

ABSTRACT

The Brazilian capital market has seen a significant increase in retail investor participation, driven by economic stabilization, digital access, and the popularization of financial content. Simultaneously, the demand for investment advisory services has risen, with professionals and institutions increasingly acting as intermediaries for individual investors. However, this relationship constitutes a typical agency problem, subject to information asymmetries and potential conflicts of interest, particularly when the advisor's incentives are misaligned with the investor's objectives. Although the international literature has already documented several conflicting practices, there is a noticeable lack of studies focused on the Brazilian market and on the identification of the agents legally authorized to provide such services, also the absence of a typology of conflicts of interest that contributes to the advancement of the field of study. In this context, the objective of this study is to map the potential conflicts of interest in the advisor-investor relationship and to identify the professionals and institutions legally permitted to offer investment recommendations in Brazil. To achieve this, an analysis of current legislation and a Systematic Literature Review (SLR) were conducted to gather evidence on these conflicts. The results led to the identification of 11 categories of conflicts and 15 types of agents legally operating in this market, allowing connections to be drawn between their individual characteristics and the associated risks. This study contributes by providing a typology of the most recurring conflicts and by enhancing the understanding of the boundaries and risks associated with investment advisory services in the country.

Keywords: *conflict of interest; investment advice; agency theory.*

Recebido em: 07/06/2024

Revisado em: 08/06/2025

Aprovado em: 24/09/2025




Marcio Cezarini
Borges 

Universidade Federal de São Carlos
(UFSCar), Brasil.

Doutorando em Engenharia de
Produção, Universidade Federal de
São Carlos, Brasil.

marciob@estudante.ufscar.br

Roberto Arruda de Souza
Lima 

Universidade de São Paulo, Brasil.

Doutor em Economia Aplicada,
Universidade de São Paulo, Brasil.

raslima@usp.br

Introdução

O mercado de capitais brasileiro passa por uma grande expansão desde a estabilização econômica proporcionada pelo Plano Real, o que possibilitou o fortalecimento das instituições financeiras, o controle inflacionário e a crescente participação de investidores pessoa física (B3, 2022; Casagrande & Prado, 2017). Essa evolução, associada à digitalização dos processos de negociação de ativos financeiros, como a autorização do uso do *home broker* pela Instrução CVM nº 380/2002 (Instrução CVM n.º 380, de 23 de Dezembro de 2002 (2002)), e à disseminação de conteúdos educacionais sobre investimentos em sites e redes sociais (Oliveira & Paula, 2008; B3, 2020), favoreceu o ingresso de um novo perfil de investidor pessoa física, muitas vezes sem conhecimento técnico aprofundado. Nesse contexto, tornou-se recorrente a busca por serviços especializados de assessoria de investimentos, prestados por profissionais ou instituições financeiras, a fim de delegar as decisões relacionadas à alocação de recursos financeiros (Schimank, 2011; Anbima, 2022).

A assessoria de investimentos abrange uma gama de atividades que inclui a recomendação de ativos, a elaboração de análises, a gestão de carteiras e a intermediação de operações financeiras (Assaf Neto, 2015; Selan, 2015). Contudo, ao optar pela terceirização dessas decisões, o investidor se insere em uma relação de agência (Jensen & Meckling, 1976), sujeita a riscos derivados de assimetrias informacionais e interesses desalinhados. Tais riscos podem levar a conflitos de interesse, definidos como situações em que o agente, nesse caso o assessor, favorece seus próprios objetivos, em detrimento dos interesses do principal, nesse caso o investidor (Heckerman, 1975; Eisenhardt, 1989). A literatura internacional tem documentado diversas manifestações desses conflitos, como a preferência por recomendação de produtos de investimento com maiores comissões (Stoughton et al., 2011), o aumento do giro da carteira a fim de aumentar as taxas de administração (Hackethal et al., 2012) e a emissão de relatórios com recomendações enviesadas (Agrawal & Chen, 2012), evidenciando os impactos negativos que essas práticas podem exercer sobre o desempenho dos investimentos.

Apesar dos avanços nesse campo de pesquisa, observa-se, sobretudo, no contexto brasileiro, a carência de estudos sistematizados que mapeiem os potenciais conflitos de interesse associados à relação entre investidor e assessor (Martits & Eid Junior, 2009), bem como a ausência de levantamento que consolide os diferentes agentes autorizados por lei a prestar esse tipo de serviço. Ademais, ainda é ausente na literatura estudo que apresente uma tipologia abrangente para classificação de tais conflitos. Essas lacunas comprometem o avanço teórico da área e o desenvolvimento de políticas regulatórias e práticas de governança capazes de mitigar os efeitos adversos dessas relações conflituosas.

Diante desse cenário, este estudo tem como objetivo geral mapear os potenciais conflitos de interesse existentes na relação entre assessor de investimentos e investidor pessoa física, com base na literatura acadêmica recente, e analisá-los à luz da teoria da agência. Como objetivos específicos, busca-se: (i) identificar os agentes aptos, conforme a legislação brasileira, a

prestar serviços de recomendação de investimentos ao investidor pessoa física; (ii) categorizar, por meio de revisão sistemática da literatura, os principais conflitos de interesse observados nessa relação de agência; e (iii) estabelecer conexões entre os tipos de agentes e os diferentes conflitos mapeados, considerando suas características de atuação e limitações normativas. As perguntas de pesquisa que norteiam esta investigação são: quais são os agentes legalmente aptos a prestar o serviço de recomendação de investimentos para investidores pessoa física no Brasil? E quais são os potenciais conflitos de interesse, documentados na literatura acadêmica, que podem emergir na relação entre assessor e investidor pessoa física?

Para responder a essas questões, foi conduzida uma Revisão Sistemática da Literatura (RSL), conforme os procedimentos metodológicos propostos por Xiao e Watson (2019), estruturada em três etapas: planejamento, condução e reporte dos resultados. A revisão teve como foco artigos publicados a partir de 2010 nas bases Scopus, Web of Science, JSTOR e EconLit, utilizando palavras-chaves relacionadas à teoria da agência, recomendação de investimentos e conflitos de interesse. O protocolo metodológico estabeleceu critérios de seleção e análise a fim de garantir a qualidade e a aderência dos estudos ao problema de pesquisa proposto.

Este artigo oferece contribuições teóricas e práticas relevantes. Além do mapeamento das categorias de conflitos de interesse na relação entre investidor e assessor, este estudo contribui ao apresentar, de forma integrada, os tipos de profissionais e instituições autorizados pela legislação brasileira a atuar com recomendação de investimentos para investidores pessoa física. Diferente da maior parte dos estudos internacionais, que focam em dados empíricos específicos de determinadas regiões ou tipos de agentes, esta pesquisa adota uma abordagem mais abrangente ao explorar a literatura existente com o marco regulatório vigente no Brasil. Com isso, é possível propor uma estrutura analítica que relaciona os diferentes tipos de agentes às categorias de conflitos a que estão mais expostos.

De forma específica, este trabalho avança em três frentes principais: (i) consolida 11 categorias distintas de conflitos de interesse documentados na literatura recente; (ii) identifica 15 tipos de agentes autorizados a atuar com recomendação de investimentos no Brasil, com base em normas e resoluções atuais; e (iii) estabelece relações entre os perfis institucionais desses agentes e os riscos mais prováveis de ocorrência de conflitos, considerando aspectos como vínculo institucional, autonomia e possibilidade legal de operacionalização de recursos. Trata-se, portanto, de uma contribuição que amplia o entendimento sobre a estrutura e os riscos da assessoria de investimentos no país, oferecendo subsídios tanto para a academia quanto para reguladores e investidores. Adicionalmente, abre espaço para futuras pesquisas empíricas que aprofundem a análise desses conflitos e avaliem estratégias de mitigação, inclusive sob a ótica da economia comportamental (Baekström et al., 2021; Bhattacharya et al., 2012; Campbell et al., 2011).

Além desta introdução, o artigo está organizado da seguinte maneira: na seção seguinte, apresenta-se o referencial teórico com os aspectos legais da atividade de recomendação de investimentos no Brasil, a literatura prévia nacional sobre conflitos de interesse no mercado de capitais e a conexão do

tema com a teoria da agência. Em seguida, são descritos os procedimentos metodológicos da RSL. A quarta seção apresenta e analisa os dados coletados. Por fim, discutem-se as conclusões, limitações e recomendações para pesquisas futuras.

■ Quadro teórico

Recomendação de investimentos no Brasil: aspectos legais

Os serviços prestados ao investidor individual englobam atividades de consultoria para elaboração de uma carteira de investimento, operacionalização da compra e venda de ativos, gestão de carteiras, emissão de relatórios de análise de valores mobiliários, dentre outras (Assaf Neto, 2015). São inúmeros profissionais e instituições habilitados, com base na regulação vigente, a prestar tais serviços no Brasil, contudo, não foram identificados trabalhos acadêmicos que apresentem uma visão holística com todos os agentes.

Uma vez que tais informações não foram encontradas na literatura, este artigo está pautado nas leis e regulamentos vigentes. O Sistema Financeiro Nacional (SFN) possui, dentre suas instituições normativas, o Banco Central (BC), o Conselho Monetário Nacional (CMN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), das quais cabe destacar a atuação das duas últimas, que desempenham papel relevante na regulação do mercado. O CMN é a instituição superior do SFN e tem, dentre suas responsabilidades, a regulação da constituição e fiscalização de empresas atuantes no segmento financeiro (Fortuna, 2011). A CVM também é responsável pelo controle e normatização, além de garantir a proteção aos investidores contra atividades ilegais (CVM, 2020).

A relação de participantes do mercado de valores mobiliários consta na Resolução CVM n.º 51 de 31/08/2021 (Resolução CVM n.º 51 de 31 de agosto de 2021, 2021), Resolução CVM n.º 16, de 09/02/2021 (Resolução CVM n.º 16, de 09 de Fevereiro de 2021 (2021) e Instrução CVM n.º 598, de 03/05/2018 (Instrução CVM n.º 598, de 03 de Maio de 2018, (2018). Ao todo são 25 agentes, contudo, apenas nove possuem previsão legal para recomendar investimentos para investidores individuais, 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.

Quanto à atuação prevista pelo CMN e fiscalizada pelo BC, outros seis agentes do mercado de capitais estão aptos a atuar com recomendação de investimentos, 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, 2022).

Ao todo, quinze instituições/profissionais podem atuar, de forma regulamentar, com prestação deste tipo de serviço. Alguns podem atuar de forma independente, como o Analista de Valores Mobiliários e o Administrador de Carteira de Valores Mobiliários, outros, como os Bancos ou as Corretoras, são organizações empresariais que estão autorizadas a prestar assessoria de investimentos.

A educação financeira dos investidores não foi capaz de acompanhar a rápida expansão do mercado de capitais no Brasil (Medeiros & Medeiros, 2021), o que leva à busca por profissionais para assessorá-los no processo de decisão de investimento. Esse serviço, prestado pelos diversos agentes previamente elencados, está sujeito a potenciais conflitos de interesse (quando o profissional privilegia seus interesses em detrimento dos interesses de seu cliente). A próxima seção é dedicada à análise de estudos nacionais neste tema.

Conflitos de interesse em investimentos: evidências da literatura nacional

No contexto brasileiro, ainda são relativamente escassos os estudos acadêmicos que tratam diretamente dos conflitos de interesse na relação entre assessor financeiro e investidor pessoa física. No entanto, há produções relevantes que abordam aspectos estruturais, jurídicos e institucionais relacionados a esse fenômeno e que ajudam a compor uma visão mais ampla do problema.

Rocha (2022) oferece uma análise dos regimes jurídicos aplicáveis aos assessores de investimento no Brasil, com base em documentos regulatórios e entrevistas com especialistas do setor. O autor demonstra que os modelos de contratação e remuneração atualmente praticados podem gerar incentivos desalinhados com os interesses dos investidores, criando riscos de conflitos de interesse não endereçados pelas normas vigentes. Entre os principais entraves, destacam-se a ausência de jurisprudência consolidada sobre sanções aplicáveis e as dificuldades práticas para que o investidor comprove eventuais danos em disputas judiciais ou administrativas.

Ainda sob uma ótica normativa, Martins (2019) discute os deveres fiduciários dos chamados robô-advisors no Brasil e suas limitações em relação às exigências regulatórias. O estudo identifica fragilidades importantes no cumprimento de obrigações, tal como suitability, isto é, adequação dos investimentos recomendados ao perfil do investidor, apontando para a necessidade de uma revisão regulatória diante do avanço das tecnologias de assessoria automatizada de investimentos.

A partir de uma abordagem empírica, Sanematsu e Leal (2016) investigam comportamentos oportunistas por parte de gestores de fundos de ações, evidenciando práticas com o objetivo de melhorar artificialmente o desempenho dos fundos. Os autores indicam que tais condutas tendem a ser mais recorrentes em fundos voltados ao varejo e com cobrança de taxa de performance, o que sugere a presença de conflitos de agência entre os interesses dos gestores e dos cotistas.

Sonza e Kloeckner (2014), por sua vez, analisam a influência da governança corporativa sobre a eficiência das empresas brasileiras, destacando a persistência de conflitos de agência em ambientes com baixa efetividade dos conselhos de administração, forte sobreposição entre propriedade e gestão e incentivos mal calibrados. Embora não tratem diretamente da relação assessor-investidor, os achados reforçam a importância de mecanismos institucionais robustos para mitigar assimetrias e proteger os interesses de *stakeholders* minoritários. De forma complementar, Duarte e Leal (2021) analisam conflitos do tipo principal-principal no mercado brasileiro, com foco em acionistas controladores e minoritários. Embora o foco do estudo seja sobre a governança em empresas listadas, suas conclusões evidenciam limitações regulatórias e a dificuldade de minoritários em se proteger de condutas oportunistas, contexto semelhante à vulnerabilidade do investidor pessoa física na relação de assessoria de investimentos.

A literatura nacional tem avançado na identificação de riscos e lacunas legais. Esses estudos apontam para a necessidade de fortalecimento institucional e regulatório no mercado brasileiro, seja por meio de maior clareza normativa, aprimoramento das estruturas de fiscalização ou desenvolvimento de mecanismos que reduzam a assimetria de informação entre participantes do mercado de capitais. A transparência entre as partes é elemento crítico nessa relação e possibilita melhor cooperação, interação, compreensão do investidor acerca das soluções recomendadas e diminuição da assimetria de informações (Nussbaumer et al., 2012). Esse problema de assimetria de informações e falta de transparência é extensivamente explorado no campo da teoria da agência, tema do próximo tópico.

Teoria da Agência e conflitos de interesse na recomendação de investimentos

Berle e Means (1932), ao explorar os efeitos da separação entre a posse e o controle das organizações, fundamentaram as bases da teoria da agência que têm sido amplamente utilizadas em estudos organizacionais desde a década de 70. O acionista de uma empresa, denominado “principal”, ao terceirizar a gestão para um gerente, denominado “agente”, se submete ao risco de este gerente gerir a companhia com base em seus próprios interesses ao invés de privilegiar os objetivos do acionista (Jensen & Meckling, 1976).

Problemas relacionados à terceirização do controle do capital, assimetria de informações (quando uma parte detém mais informações que a outra) e diferentes perfis de risco são endereçados pela teoria da agência (Panda & Leepsa, 2017), uma perspectiva considerada válida, cuja aplicação é especialmente indicada em pesquisas que envolvam estruturas de cooperação entre pessoas (Eisenhardt, 1989).

Quando essas partes em cooperação possuem divisão nas funções e objetivos diferentes, há possibilidade de ocorrerem problemas de agência (Ross, 1973), ou seja, situações em que há conflito de interesse. Os exemplos de relações de agência são inúmeros, contudo, Ross (1973) defende que são mais interessantes para análise quando envolvem decisões em condições de

incerteza. É fácil traçar um paralelo com o mercado de capitais, afinal, são muitas as incertezas no contexto de decisão de investimentos.

O “problema do investidor” pode ser considerado um problema de agência (Ross, 1973). Na prática, sempre que o investidor não se considerar apto para decidir por conta própria e contratar um profissional para assessoria financeira, haverá uma relação de agência com possíveis conflitos de interesse. Esses profissionais supostamente possuem habilidade para analisar investimentos e propor soluções que proporcionem boa rentabilidade (Heckerman, 1975). No Brasil, conforme evidenciado previamente, tais profissionais geralmente atuam em bancos, corretoras, ou de forma independente.

Na teoria da agência parte-se da premissa que os indivíduos são propensos ao comportamento oportunista (Eisenhardt, 1989). Para Williamson (1985, p. 47), oportunismo tem relação com 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. Pode-se definir o problema de agência como a possibilidade de ação oportunista do agente contra os objetivos do principal (Barney & Hesterly, 2004).

Esse problema de agência, conforme preconizado na teoria, pode ser mitigado através de monitoramento eficiente das ações do agente e de contratos apropriados, contudo, há literatura crítica que questiona a viabilidade de construção de tais contratos, uma vez que existe assimetria de informações entre as partes e os altos custos para monitoramento (Panda & Leepsa, 2017). Heckerman (1975), em estudo sobre o processo de decisão de investimentos, conclui que para elaborar um contrato capaz de engajar o assessor a agir em linha com os objetivos do investidor é necessário que o investidor tenha conhecimento sobre todas as opções de investimento que assessor conhece, contudo, visto que tal informação é de difícil obtenção, o desenho desse contrato é muito difícil (ainda mais considerando a imprevisibilidade acerca dos retornos futuros de determinadas soluções de investimento).

É evidente a aplicabilidade da teoria da agência na análise de conflitos de interesse na relação investidor-assessor (e.g. Carlin & Gervais, 2012; Hackethal et al., 2012; Inderst & Ottaviani, 2012a), ademais, trata-se de uma das principais lentes adotadas pelos estudos que se propõem a investigar o sistema financeiro brasileiro (Borges, 2024), o que reforça a atualidade e pertinência do referencial teórico escolhido neste trabalho, contudo, cabe ressaltar que esta não é a única lente possível para endereçar o tema. Questões relacionadas a vieses cognitivos, dentro do campo da economia comportamental, também podem influenciar em escolhas e recomendações erradas de investimento. Campbell et al. (2011), por exemplo, afirmam que, muitas vezes, as decisões financeiras não maximizam os resultados devido à falta de capacidade cognitiva para processar o universo de informações necessárias.

Procedimentos metodológicos

O desenvolvimento metodológico deste trabalho se deu através de uma revisão sistemática da literatura com objetivo de mapear os conflitos de interesses existentes na relação investidor-assessor previamente identificados na literatura existente sobre o tema.

A RSL, enquanto metodologia de pesquisa, possui grande potencial contribuição na esfera acadêmica, uma vez que suas características permitem a reprodução em novos estudos. Trata-se de uma síntese do que já foi publicado acerca do tema de interesse, estruturado através de processos claros e organizados (Palmatier et al., 2017).

Para a condução da RSL, foi utilizada a metodologia proposta por Xiao e Watson (2019), através das seguintes etapas: i) planejamento, em que se define o protocolo de busca, com delimitação do problema, definição de palavras-chave e de veículos para busca; ii) condução da revisão, através da avaliação da qualidade dos trabalhos identificados em relação ao problema de pesquisa proposto; e iii) reporte dos resultados.

Na etapa de planejamento, foi formulado o problema de pesquisa e definidas as questões cujas respostas almejava-se encontrar na RSL, além de desenvolvido e validado o protocolo de revisão, considerando os critérios de inclusão para busca, a estratégia de busca, critérios de qualidade e seleção das palavras-chave.

Na etapa de condução da revisão, foram identificados os artigos que atendem aos critérios previamente estabelecidos, a revisão individual de cada artigo, mediante leitura da introdução e conclusão, para definir os trabalhos que seguem para leitura integral e, por fim, a extração dos dados e síntese das informações. A última etapa consistiu na disseminação dos resultados, com as conclusões que endereçam as questões elencadas no problema de pesquisa. A figura 1 resume o processo da RSL.

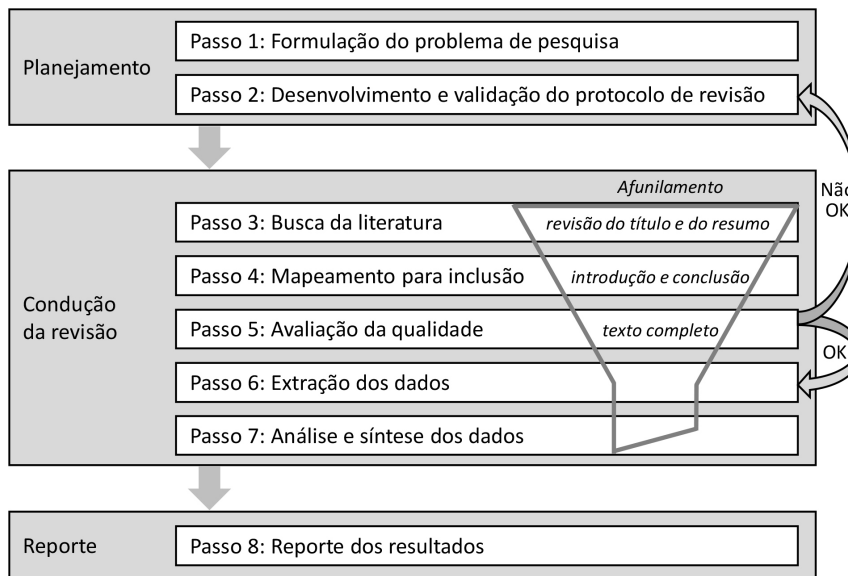


Figura 1. Processo da revisão sistemática da literatura

Fonte: Adaptado de Xiao e Watson (2019)

O problema de pesquisa está relacionado ao mapeamento dos potenciais conflitos derivados da relação entre investidor e assessor, portanto, o protocolo de revisão considerou apenas artigos que correlacionem a atividade de assessoria de investimentos com o tema de conflitos de interesse, dessa maneira foram elencadas as palavras-chave da tabela 1.

Tabela 1: Palavras-chave

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

Fonte: Elaboração própria

A fim de garantir maior abrangência dos resultados, foram utilizadas bases de busca mais amplas, como a Scopus, com mais de 26 mil títulos de revistas indexadas, e a Web of Science, com, aproximadamente, 10 mil títulos. Também foram utilizadas bases específicas da área da Economia e Administração, como a JSTOR e a EconLit.

Visto que se trata de um segmento em constante transformação, foram priorizados artigos publicados após 2010, como forma de considerar a extensa atualização regulatória que este mercado vivenciou e a mudança no perfil dos agentes aptos a prestar assessoria de investimentos. Também foram excluídos trabalhos publicados em idioma diferente de inglês ou português. Com base nesses critérios, utilizando a *string* (“*investment recommendation**” OR “*investment advice**” OR “*investment counselling**”) AND (“*agency conflict**” OR “*agency cost**” OR “*moral hazard**” OR “*agency theory**” OR “*principal-agent**”), foram identificados 457 artigos em 18/06/2025. A revisão segue, na próxima seção, com as etapas de análise de cada artigo, a fim de remover trabalhos não aderentes ao problema de pesquisa.

Resultados e discussão

Resultado da RSL

Com base no protocolo de revisão proposto, foram identificados 457 artigos, já desconsiderando 13 que estavam duplicados ou em idiomas diferentes do critério previamente estabelecido. Foi realizada a leitura do título e do resumo dos artigos, etapa na qual foram removidos 285 artigos não aderentes ao propósito deste trabalho. Os artigos excluídos por “não

aderência” foram aqueles que, embora inicialmente selecionados com base na *string* utilizada, não abordavam de forma direta a questão de pesquisa proposta, isto é, não tratavam de conflitos de interesse na relação entre assessor e investidor pessoa física.

A revisão seguiu com a leitura da introdução e conclusão, etapa que resultou em 42 artigos para análise na íntegra. Ao final, foram selecionados 17 artigos que efetivamente estão alinhados ao tema de pesquisa. Após a seleção, foi aplicado o método de busca complementar do tipo “*snowball*”, a partir das referências mais relevantes identificadas nos artigos selecionados por meio da RSL. Essa estratégia teve como objetivo identificar estudos que não foram capturados pela *string* de busca, mas que apresentavam aderência à questão de pesquisa. Com isso, foram incorporados cinco novos artigos ao corpus final de análise, elevando o número total de estudos de 17 para 22. A inclusão desses trabalhos permitiu ampliar a diversidade de perspectivas sobre os conflitos de interesse na relação entre assessor financeiro e investidor pessoa física, contribuindo para a consistência e profundidade da análise. A figura 2 apresenta os resultados obtidos em cada etapa da RSL.

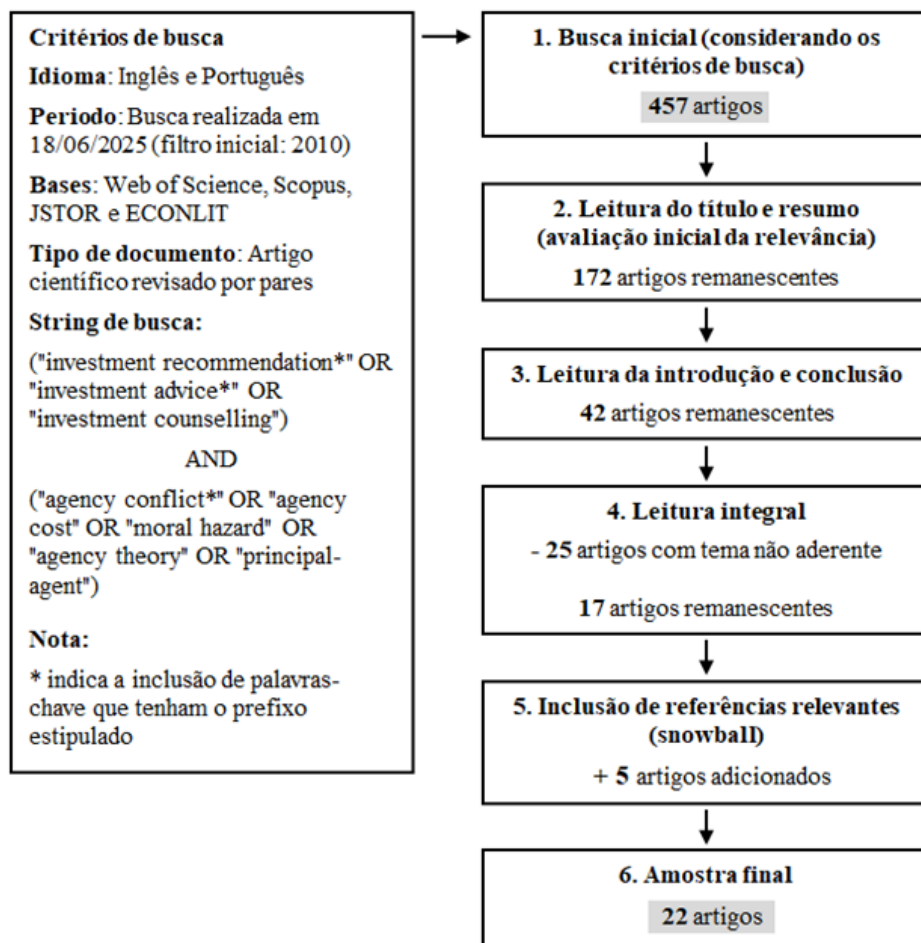


Figura 2. Resultados da Revisão Sistemática da Literatura

Fonte: Elaboração própria

A tabela 2 apresenta os 22 artigos selecionados na RSL. Esses trabalhos estão pautados majoritariamente na avaliação de mudanças regulatórias em países do hemisfério norte, explorando os efeitos na relação entre investidor e assessor.

Tabela 2: Trabalhos selecionados na RSL

Autor	Ano	Título do artigo
He, S., Jin, Q., & Yu, Y.	2025	Will Local Analysts Cater to Government Needs in Earnings Forecasts? Evidence from Financial Misconduct in Chinese State-Owned Enterprises
Chen, P. F., Hou, Q., Wang, Y., & Xu, L.	2024	The underwriter's conflict of interest and earnings forecast bias in prospectus: Evidence from Hong Kong
Jin Z., Lin B., Lin C.-M.	2022	Client Relationships, Analyst Coverage, and Earnings Management
Sokolinski S.	2022	Regulating Commission-Based Financial Advice: Evidence from a Natural Experiment
Dimmock S.G., Gerken W.C., Van Alfen T.	2021	Real Estate Shocks and Financial Advisor Misconduct
Hu J., Long W., Luo L., Peng Y.	2021	Share pledging and optimism in analyst earnings forecasts: Evidence from China
Baekström Y., Marsh I.W., Silvester J.	2021	Variations in investment advice provision: A study of financial advisors of millionaire investors
Bruhn A., Asher A.	2021	The primacy of ethics in the provision of financial advice
Šindelá J., Budinský P.	2019	Does commission remuneration affect the investor's outcome? Experience from Central Europe
Altinkılıç O., Balashov V.S., Hansen R.S.	2019	Investment bank monitoring and bonding of security analysts' research
Foerster S., Linnainmaa J.T., Melzer B.T., Previtero A.	2017	Retail Financial Advice: Does One Size Fit All?
Calcagno R., Giofre M. Urzi-Brancati M.C.	2017	To Trust Is Good, but to Control Is Better: How Investors Discipline Financial Advisors' Activity
Baker W., Dumont G.	2014	Equity Analyst Recommendations: A Case for Affirmative Disclosure?
Angel J.J., McCabe D.	2013	Ethical Standards for Stockbrokers: Fiduciary or Suitability?
Agrawal A., Chen M.A.	2012	Analyst Conflicts and Research Quality
Inderst R., Ottaviani M.	2012	Financial Advice
Bhattacharya, U., Hackethal, A., Kaesler, S., Loos, B., & Meyer, S.	2012	Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study
Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T.	2012	Financial advisors: A case of babysitters?
Nussbaumer, P., Matter, I., & Schwabe, G.	2012	"Enforced" vs. "Casual" Transparency – Findings from IT-Supported Financial Advisory Encounters
Campbell, J. Y., Jackson, H. E., C., B., Madrian, & Tufano, P.	2011	Consumer Financial Protection
Stoughton, N. M., Wu, Y., & Zechner, J.	2011	Intermediated investment management
Hovakimian A., Saenyasiri E.	2010	Conflicts of interest and analyst behavior: Evidence from recent changes in regulation

Fonte: Elaboração própria

Conflitos de interesse mapeados

O objetivo da RSL era identificar, com base na literatura recente, práticas e situações que levem ao benefício do agente em detrimento do principal. Tendo como referência os 22 artigos selecionados na revisão sistemática da literatura, foi possível identificar 11 categorias de conflitos que podem existir na relação entre investidor e assessor. Na figura 3, as informações foram organizadas de forma a indicar em qual trabalho foi identificada determinada categoria de conflito e a frequência de ocorrência ao longo de todos os artigos. Observe que uma das categorias de conflito de interesses, denominada “recomendação enviesada devido a comissões” está presente em todos os estudos, enquanto outras categorias, como “venda de serviços desnecessários”, têm ocorrência limitada a apenas um artigo.

Categorias de conflitos mapeados na literatura	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
He et. al (2025)	✓	✓									
Chen et. al (2024)	✓										
Jin et. al (2022)	✓	✓									
Sokolinski (2022)	✓										
Dimmock et. al (2021)	✓					✓	✓				
Hu et. al (2021)	✓	✓		✓							
Baekström et. al (2021)	✓		✓					✓			
Bruhn & Asher (2021)	✓				✓				✓		
Šindelář & Budinský (2019)	✓		✓								
Altunkılıç et. al (2019)	✓	✓									
Foerster et. al (2017)	✓		✓								
Calcagno et. al (2017)	✓										
Baker & Dumont (2014)	✓	✓	✓	✓							
Angel & McCabe (2013)	✓				✓					✓	✓
Agrawal & Chen (2012)	✓	✓									
Inderst & Ottaviani (2012)	✓										
Bhattacharya et. al (2012)	✓		✓								
Hackethal et. al (2012)	✓	✓		✓							
Nussbaumer et. al (2012)	✓				✓						
Campbell et. al (2011)	✓										
Stoughton et. al (2011)	✓										
Hovakimian & Saenyasiri (2010)	✓	✓	✓	✓							
Total	22	8	6	4	3	1	1	1	1	1	1

Figura 3. Conflitos de interesse mapeados na revisão sistemática da literatura

Fonte: Elaboração própria.

As menções da categoria de conflito mais citadas estão relacionadas às seguintes situações: i) assessores que privilegiam a recomendação de ativos que possibilitam maiores comissões (Angel & McCabe, 2013; Baekström et al., 2021; Calcagno et al., 2017; Šindelář & Budinský, 2019; Sokolinski, 2022); ii) incentivo a maior giro dos ativos na carteira a fim de maximizar comissões (Angel & McCabe, 2013; Baekström et al., 2021; Dimmock et al., 2021; Inderst & Ottaviani, 2012b); e iii) emissão de avaliações de ativos distorcidas com intuito de gerar maior interesse dos clientes e maximizar comissões (Agrawal & Chen, 2012; Jin et al., 2022).

A “recomendação enviesada devido à pressão interna”, segundo conflito mais citado, diz respeito a: i) distorção de relatórios sobre ativos que integram os fundos de investimento que possuem negócios com a empresa na qual

o agente responsável pela emissão do relatório trabalha, o que inclui manter silêncio quanto suspeitam de irregularidades ou ser otimista quando não há motivo para otimismo (Hu et al., 2021; Jin et al., 2022); ii) agradar os gestores de fundos de investimentos, através da emissão de relatórios favoráveis a seus gestores, de forma a ser melhor reconhecido profissionalmente (Altinkılıç et al., 2019); iii) analistas de valores mobiliários emitem relatórios otimistas sobre empresas para atraí-las como clientes de serviços bancários ou para agradar fundos de investimento que estão em posição comprada nesses títulos (Baker & Dumont, 2014); e iv) quando a corretora é responsável pela operacionalização de subscrições públicas de determinado ativo, ela tende a emitir relatórios com projeções mais otimistas sobre o futuro deste ativo (Agrawal & Chen, 2012).

A “recomendação inadequada por viés cognitivo” está relacionada a: i) possibilidade de recomendação de carteiras de investimento por diferentes assessores, a um mesmo investidor, com diferenças significativas em termos de perfil de risco devido às características individuais de cada assessor e de suas crenças (Baeckström et al., 2021; Foerster et al., 2017); ii) Baeckström, Marsh e Silvester (2021) mostraram que os ativos recomendados são passíveis de mudança a depender do gênero do cliente, sendo que mulheres tendem a receber recomendações com menor risco do que homens de mesmo perfil, evidenciando a influência de estereótipos de gênero nas decisões (Baeckström et al., 2021); iii) assessores, muitas vezes, se recusam a alterar suas recomendações em linha com mudanças ocorridas na economia devido ao viés do conservadorismo (Šindelá & Budinský, 2019); e iv) assessores financeiros estão suscetíveis ao efeito do mimetismo em relação a outros assessores, o que pode levar a recomendações inadequadas a seus clientes (Baker & Dumont, 2014).

A “recomendação enviesada em troca de favores” envolve as seguintes situações: i) a fim de agradar os gestores de determinadas empresas e obter informações privilegiadas, analistas distorcem seus relatórios de avaliação de tais empresas (Baker & Dumont, 2014; Hovakimian & Saenyasiri, 2010); e ii) possibilidade de conluio entre empresa avaliada e analista para influenciar nos preços das ações da empresa (Hu et al., 2021).

A “recomendação inadequada por negligência” está relacionada a: i) possibilidade de despreparo do agente, levando-o a recomendações inadequadas ao cliente (Bruhn & Asher, 2021); e ii) possibilidade de desatenção do assessor, não se esforçando como necessário para propor as melhores soluções a seu cliente (Angel & McCabe, 2013).

A “realização de operações sem aval do cliente” está relacionada à possibilidade de assessores movimentarem o capital do investidor sem autorização prévia. A literatura evidencia casos de operações de compra e venda indevida, uma prática ilegal que pode levar o investidor a prejuízos financeiros ou ao aumento do perfil de risco de sua carteira (Dimmock et al., 2021).

A “má conduta devido a prejuízos pessoais” foi evidenciada no trabalho de Dimmock, Gerken e Van Alfen (2021), que identificaram que agentes que tiveram uma redução brusca no seu patrimônio pessoal (devido à desvalorização de suas residências) agiram mais com base em seus

interesses, em detrimento dos objetivos de seus clientes, do que os agentes que não passaram por tal situação.

A “recomendação inadequada por zona de conforto” ficou clara no trabalho de Baeckström, Marsh e Silvester (2021) que evidenciaram que assessores tendem a recomendar ativos que já conhecem bem ao invés de outros ativos, talvez melhores para a necessidade do seu cliente, mas que não estão na sua zona de competência.

A “venda de serviços desnecessários” ocorre quando agentes oferecem serviços desnecessários ao investidor a fim de cobrar mais taxas, visto que, em geral, eles não possuem senso crítico para avaliar se, de fato, tais serviços são necessários (Bruhn & Asher, 2021).

O “uso de ativos do cliente para ganhar dinheiro” está relacionado aos conceitos de *bid-ask spread* e *payment for order flow*. O primeiro, se refere à intermediação de compra e venda realizada pela corretora, quando ela prioriza a compra de ativos de clientes que aceitam vender mais barato e repassam para clientes que aceitam pagar mais caro, garantindo assim uma margem que não é devolvida aos clientes. Já o segundo termo se refere à possibilidade de repasse das ordens de compra e venda para outras corretoras, uma atividade remunerada que pode levar as corretoras a privilegiar parceiros que pagam mais comissões do que parceiros que possibilitam melhores condições comerciais aos investidores (Angel & McCabe, 2013).

A “não apresentação de outras opções existentes no mercado” diz respeito à não orientação, por parte dos assessores a seus clientes, de ativos disponíveis em outras instituições financeiras, ainda que estes sejam mais aderentes à necessidade e ao perfil do investidor (Angel & McCabe, 2013), afinal, é improvável que o assessor diga ao investidor que o concorrente possui melhores soluções ao invés de tentar induzi-lo a um de seus produtos (Bolton et al., 2007).

A literatura consultada indica possíveis diferenças nos conflitos a depender do tipo de agente contratado para prestação do serviço, dessa maneira, no próximo tópico são apresentados os agentes, mapeados com base na regulação vigente no Brasil, aptos a atuar neste mercado, com intuito de categorizá-los e traçar paralelos com os potenciais conflitos identificados.

Agentes habilitados a prestar serviços de recomendação de investimentos para investidores individuais no Brasil

Na fundamentação teórica deste trabalho, foram mapeados 15 agentes aptos, com base na regulação vigente, a prestar o serviço de recomendação de investimentos para pessoa física no Brasil. Na sequência, segue breve descrição de cada um.

O consultor de valores mobiliários (consultor CVM, pessoa jurídica ou física) tem suas atividades definidas na Instrução CVM n.º 592 de 17/11/2017 (Instrução CVM n.º 592 de 17 de Novembro de 2017 (2017)). Dentre elas, destaca-se o aconselhamento e recomendação, de forma individualizada, sobre soluções de investimento. A aplicação dos recursos cabe ao cliente, não podendo ser realizada pelo consultor.

O administrador de carteiras de valores mobiliários, conforme Instrução CVM n.º 558 de 26/03/2015 (Instrução CVM n.º 558 de 26 de Março de 2015 (2015)), pode fazer a gestão de ativos de um cliente, incluindo a compra e a venda de valores mobiliários em nome do investidor. Esse profissional, assim como o consultor CVM, pode atuar de forma autônoma ou em uma empresa.

O agente autônomo de investimentos (AAI) atua como preposto de uma instituição financeira (corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários) e, conforme Resolução CVM n.º 16, de 09/02/2021 (Resolução CVM n.º 16, de 09 de Fevereiro de 2021 (2021)), pode prestar informações acerca dos veículos de investimentos disponíveis na instituição que representa. Importante destacar que a resolução veda o recebimento pelo AAI de qualquer remuneração diretamente do investidor.

O analista de valores mobiliários, que tem suas atividades previstas na Instrução CVM n.º 598, de 03/05/2018 (Instrução CVM n.º 598, de 03 de Maio de 2018 (2018)), pode elaborar relatórios de análise de ativos a fim de apoiar investidores em suas decisões de investimento. Esse agente pode atuar de forma independente ou vinculado a uma empresa.

Bancos de investimento, comerciais ou múltiplos (com carteira comercial), também estão aptos a distribuir e recomendar investimentos a seus clientes. Na estrutura dessas organizações, existem profissionais que atuam nessa atividade e, em grande medida, eles tiveram seus conhecimentos atestados mediante certificações de mercado (Código de Certificação Versão Março/22, 2022).

As cooperativas de crédito disponibilizam a seus cooperados serviços similares aos ofertados pelos bancos comerciais, incluindo soluções de investimento, conforme Lei Complementar n.º 130, de 17 de abril de 2009 (BC, 2017).

A associação de poupança e empréstimo (APE) atua em operações destinadas ao mercado imobiliário, captando recursos na forma de letras hipotecárias e depósitos de poupança, conforme Decreto-Lei n.º 70, de 21 de novembro de 1966 (Decreto-Lei n.º 70 de 21 de Novembro de 1966, 1966). Atualmente, há apenas uma APE em funcionamento no Brasil, a Pouplex, que é mantida pela Fundação Habitacional do Exército (BC, 2020).

Por fim, a sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP) consiste em uma solução de transação entre investidores e credores intermediada por plataformas *on-line* que viabilizam, de um lado, soluções de investimento e, de outro, soluções de crédito. As empresas que operam neste mercado são reguladas pela Resolução do Banco Central n.º 4.656, de 26 de abril de 2018 (Resolução n.º 4.656 de 26 de abril de 2018, 2018).

		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	
			Analista Valores Mobiliários - PF

Figura 4. Organizações e profissionais aptos a recomendar investimentos para investidores individuais no Brasil

Fonte: Elaboração própria

Os agentes foram organizados em categorias diferentes em relação à possibilidade ou não de operacionalizar os ativos dos clientes e quanto ao tipo de prestador de serviço, empresa ou profissional autônomo. Quatro agentes possuem autorização apenas para recomendar investimentos, sem possibilidade de realizar as operações em nome do cliente, o consultor CVM e o analista de valores mobiliários. Ambos podem atuar tanto de forma autônoma (pessoa física) quanto na forma de uma empresa (pessoa jurídica). Os outros 11 agentes estão aptos a, além de recomendar, operacionalizar os investimentos como representantes dos clientes. Destes, apenas um atua de forma autônoma, o administrador de carteira pessoa física.

Com base nos conflitos de interesse previamente identificados, é possível traçar correlações quanto às atividades de cada agente e a possibilidade de ocorrência de tais conflitos. Fica evidente que conflitos relacionados a pressão dos empregadores, como os elencados na categoria “recomendação enviesada devido à pressão interna” (Agrawal & Chen, 2012; Baker & Dumont, 2014; Jin et al., 2022), não se aplicam a profissionais autônomos. Adicionalmente, esses agentes estão menos propensos a recomendar ativos de forma enviesada em troca de favores, desta forma, tendem a não distorcer projeções a fim de agradar gestores de fundos de investimento ou

de empresas (Baker & Dumont, 2014; Hovakimian & Saenyasiri, 2010). Cabe destacar também que esses profissionais, por não estarem vinculados a uma empresa, podem apresentar soluções de diferentes distribuidores, mitigando assim conflitos da categoria “não falar sobre outras opções de mercado” (Angel & McCabe, 2013).

É evidente também que agentes sem autorização para movimentar os ativos do cliente estão menos propensos aos conflitos categorizados como “realização de operações sem aval do cliente” (Dimmock et al., 2021). O que inicialmente parece ser um serviço idêntico, na prática apresenta diversas diferenças a depender do tipo de profissional que o presta, uma vez que a legislação impõe certas particularidades e também devido à forma de organização no mercado, dessa maneira, esse mapeamento mostra uma contribuição oportuna para o melhor entendimento dos agentes.

Discussão dos resultados

Os resultados desta revisão sistemática da literatura (RSL) permitiram identificar 11 categorias distintas de conflitos de interesse que podem ocorrer na relação entre assessor financeiro e investidor pessoa física. Entre as categorias mapeadas, destaca-se a recomendação enviesada motivada por comissões, presente em todos os estudos analisados. Outras práticas recorrentes incluem a influência de pressões institucionais e vieses cognitivos por parte dos assessores. Além disso, foram identificados 15 tipos de agentes regulados no Brasil que, conforme as normas vigentes, estão aptos a prestar serviços de recomendação de investimentos a investidores individuais.

A análise dos resultados evidencia que a relação assessor-investidor é, por natureza, marcada por riscos de conflito de interesse. Parte relevante desses conflitos decorre da assimetria de informações e da estrutura de incentivos vigente no setor, em linha com o que prevê a teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). As categorias identificadas sugerem que os conflitos não se restringem a práticas intencionais de má conduta, mas também resultam de falhas estruturais e comportamentais, ou seja, trata-se de uma relação inerentemente conflituosa. Nesse sentido, os achados reforçam estudos prévios, tais como Hackethal et al. (2012), Stoughton et al. (2011) e Agrawal & Chen (2012), além de ampliar sua aplicação ao contexto brasileiro ao relacionar os tipos de conflito com os diferentes perfis institucionais dos agentes envolvidos.

Do ponto de vista teórico, os resultados aprofundam o entendimento da aplicação da teoria da agência ao campo da assessoria de investimentos, oferecendo uma tipologia que explora riscos comportamentais, pressões institucionais e incentivos econômicos. Essa contribuição permite avançar na análise das relações de agência em ambientes regulados e com múltiplos tipos de prestadores de serviço. No campo prático, os achados oferecem subsídios para a atuação de reguladores, investidores e profissionais do setor, ao tornar mais explícitas as vulnerabilidades estruturais e institucionais da atividade de recomendação de investimentos no Brasil.

Ainda que os resultados tenham trazido evidências relevantes, é importante reconhecer as limitações do estudo. Esta pesquisa se baseou

exclusivamente em dados secundários, extraídos de bases de dados acadêmicas e da regulação vigente no Brasil. Dessa forma, não contempla percepções diretas de investidores ou assessores financeiros, nem investiga empiricamente a frequência com que os conflitos identificados ocorrem na prática. Adicionalmente, o método de RSL, embora rigoroso, depende dos critérios e termos de busca definidos no protocolo, o que pode ter limitado o escopo dos trabalhos selecionados.

Com base nos achados do estudo, é possível propor algumas ações práticas que contribuam para mitigar os conflitos de interesse identificados. Para os reguladores, recomenda-se o reforço da transparência obrigatória sobre comissões e incentivos recebidos pelos assessores. Para os investidores, a divulgação de instrumentos, como *checklists* de alerta para os vieses comuns em recomendações, pode auxiliar na tomada de decisão. Já para as instituições financeiras, sugere-se a revisão de políticas de metas comerciais atreladas a produtos específicos, como forma de reduzir incentivos que favorecem recomendações enviesadas.

Para pesquisas futuras, recomenda-se a realização de estudos empíricos, quantitativos ou qualitativos, com o objetivo de validar e aprofundar as categorias de conflito aqui identificadas. Entrevistas, estudos de caso ou *surveys* com investidores e profissionais do setor podem contribuir para compreender como esses conflitos se manifestam na prática. Além disso, novas investigações podem explorar o papel da regulação e da educação financeira como mecanismos de mitigação desses conflitos, ampliando as contribuições teóricas e práticas deste campo.

Conclusões e recomendações

Em síntese, este artigo teve como objetivo mapear os conflitos de interesse existentes na relação entre assessor financeiro e investidor pessoa física, utilizando a teoria da agência como lente teórica. O objeto investigado foi a dinâmica dessa relação no mercado brasileiro, considerando tanto a literatura acadêmica quanto o marco regulatório vigente. Para isso, adotou-se uma Revisão Sistemática da Literatura como método de pesquisa, complementada por uma análise regulatória. Os resultados permitiram identificar 11 categorias distintas de conflitos de interesse e 15 tipos de agentes autorizados, por lei, a atuar com recomendação de investimentos no Brasil. Conclui-se que a relação assessor-investidor é inerentemente conflituosa, uma vez que os conflitos não se restringem a práticas intencionais de má conduta, mas também resultam de falhas estruturais e comportamentais.

De forma objetiva, este trabalho avança em três aspectos principais: (i) consolida e apresenta uma tipologia para os conflitos de interesse documentados na literatura; (ii) apresenta, com base na legislação, um panorama dos agentes habilitados a atuar no mercado; e (iii) propõe conexões entre essas duas dimensões, permitindo refletir sobre os riscos específicos associados a cada tipo de agente. Espera-se que os resultados apresentados sirvam como referência para o avanço do campo de estudo, bem como para reflexões por parte de reguladores, investidores e profissionais do setor.

Como sugestão para pesquisas futuras, recomenda-se o aprofundamento empírico das categorias de conflito aqui identificadas, por meio de entrevistas, estudos de caso ou aplicação de questionários junto a investidores e profissionais do setor. Importante também destacar a importância de estudos que explorem a eficácia das normas e instrumentos regulatórios na mitigação desses conflitos, bem como o papel da educação financeira como fator de proteção ao investidor. Há espaço também para um aprofundamento da análise desses conflitos e estratégias de mitigação sob a ótica da economia comportamental, uma abordagem que pode contribuir para identificar como vieses cognitivos influenciam a conduta dos assessores.

Agradecimentos

Agradecemos aos revisores e ao editor pelos comentários e sugestões, que contribuíram de forma significativa para o aprimoramento do artigo e para o aprofundamento das reflexões desenvolvidas ao longo do trabalho.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

Referências

- Agrawal, A., & Chen, M. A. (2012). Analyst conflicts and research quality. *Quarterly Journal of Finance*, 2(2). <https://doi.org/10.1142/S2010139212500103>
- Altinkılıç, O., Balashov, V. S., & Hansen, R. S. (2019). Investment bank monitoring and bonding of security analysts' research. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 98–119. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.016>
- Código de Certificação versão março/22, (2022). https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/certificacao.htm
- Anbima. (2022). *Relatório: Raio X do investidor brasileiro*. (5a edição). https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2022.htm
- Angel, J. J., & McCabe, D. (2013). Ethical Standards for Stockbrokers: Fiduciary or Suitability? *Journal of Business Ethics*, 115(1), 183–193. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1362-y>
- Assaf Neto, A. (2015). *Mercado financeiro* (13th ed.). Atlas.
- B3. (2020). *A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro*. https://www.b3.com.br/data/files/69/75/42/A0/36ECA71068C61CA7AC094EA8/Pesquisa_PF_vf_dez.20_.pdf
- B3. (2022). *Pessoas físicas: uma análise da evolução dos investidores na B3* (Setembro/22). 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/
- 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*, 188, 716–735. <https://doi.org/10.1016/J.JEBO.2021.05.008>

- Baker, W., & Dumont, G. (2014). Equity analyst recommendations: a case for affirmative disclosure? *Journal of Consumer Affairs*, 48(1), 96–123. <https://doi.org/10.1111/joca.12030>
- Barney, J. B., & Hesterly, W. (2004). Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In S. R. Clegg, C. Hardy, & W. R. Nord (Eds.). *Handbook de estudos organizacionais: modelos de análises e novas questões em estudos organizacionais* (3rd ed.). Atlas.
- BC. (2020). *O que é associação de poupança e empréstimo?* <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/associacaopoupancaemprestimo>
- BC. (2022). *Composição do SFN*. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/composicaosfn>
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property* (1st ed.). The Macmillan Company.
- Bhattacharya, U., Hackethal, A., Kaesler, S., Loos, B., & Meyer, S. (2012). Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study. *The Review of Financial Studies*, 25(4), 975–1032.
- Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2007). Conflicts of interest, information provision, and competition in the financial services industry. *Journal of Financial Economics*, 85, 297–330.
- Borges, M. C. (2024). Estudos organizacionais relacionados ao sistema financeiro brasileiro: uma revisão sistemática da literatura. *Revista Gestão e Organizações*, 9(3), 87-100.
- Bruhn, A., & Asher, A. (2021). The primacy of ethics in the provision of financial advice. *Accounting and Finance*, 61(2), 3305–3327. <https://doi.org/10.1111/ACFI.12703>
- Calcagno, R., Giofré, M., & Urzì-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*, 140, 287–316. <https://doi.org/10.1016/J.JEBO.2017.04.010>
- Campbell, J. Y., Jackson, H. E., C., B., Madrian, & Tufano, P. (2011). Consumer Financial Protection. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 91–114.
- Carlin, B. I., & Gervais, S. (2012). Legal protection in retail financial markets. *Review of Corporate Finance Studies*, 1(1), 68–108. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfs003>
- Casagrande, M., & Prado, E. (2017). Mercado financeiro: um estudo da evolução do nível do investimento na BM&F Bovespa e a taxa Selic de 2011 a 2015. *Universitas*, 21, 65–90.
- Chen, P. F., Hou, Q., Wang, Y., & Xu, L. (2024). The underwriter's conflict of interest and earnings forecast bias in prospectus: evidence from Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 87, 102481.
- Decreto-Lei n° 70 de 21 de novembro de 1966 (1966). https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0070-66.htm
- Duarte, B. E., & Leal, R. P. C. (2021). Principal-principal conflicts leading to activism of a large government-owned investor in Brazil. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 5(1), 15-25.
- Instrução CVM n° 380, de 23 de dezembro de 2002 (2002). <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst380consolid.pdf>
- Instrução CVM n° 558 de 26 de março de 2015 (2015). <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst558.pdf>

- Instrução CVM n° 592 de 17 de novembro de 2017 (2017). <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst592.pdf>
- Instrução CVM n° 598, de 03 de maio de 2018 (2018). <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>
- CVM. (2020). *Atribuições da Comissão de Valores Mobiliários*. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/competencia>
- Dimmock, S. G., Gerken, W. C., & Van Alfen, T. (2021). Real estate shocks and financial advisor misconduct. *Journal of Finance*, 76(6), 3309–3346. <https://doi.org/10.1111/JOFI.13067>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management*, 14(1), 57–74.
- Foerster, S., Linnainmaa, J. T., Melzer, B. T., & Previtro, A. (2017). Retail financial advice: does one size fit all? *The Journal of Finance*, 72(4), 1441–1482. <http://www.jstor.org/stable/26652545>
- Fortuna, E. (2011). *Mercado financeiro: produtos e serviços* (18th ed.). Qualitymark.
- Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: a case of babysitters? *Journal of Banking & Finance*, 36, 509–524.
- He, S., Jin, Q., & Yu, Y. (2025). Will local analysts cater to government needs in earnings forecasts? Evidence from Financial Misconduct in Chinese State-Owned Enterprises. *Journal of Business Ethics*, 1-25.
- Heckerman, D. G. (1975). Motivating managers to make investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 2, 273–292.
- Hovakimian, A., & Saenyasiri, E. (2010). Conflicts of interest and analyst behavior: Evidence from recent changes in regulation. *Financial Analysts Journal*, 66(4), 96–107. <https://doi.org/10.2469/FAJ.V66.N4.6>
- 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*, 132. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106245>
- Inderst, R., & Ottaviani, M. (2012a). How (not) to pay for advice: a framework for consumer financial protection. *Journal of Financial Economics*, 105, 393–411.
- Inderst, R., & Ottaviani, M. (2012b). Financial Advice. *Journal of Economic Literature*, 50(2), 494–512. <http://www.jstor.org/stable/23270028>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jin, Z., Lin, B., & Lin, C. M. (2022). Client Relationships, Analyst Coverage, and Earnings Management. *Accounting Horizons*, 36(1), 151–169. <https://doi.org/10.2308/HORIZONS-19-024>
- Martins, C. S. (2019). Robo-advisors e os deveres fiduciários dos assessores de valores mobiliários no Brasil. *Portal do Investidor*. http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190821_Robo_advisors_deveres_fiduciarios_dos_assessores_de_valores_mobiliarios_no_Brasil.pdf
- Martits, L. A., & Eid Junior, W. (2009). Aversão a perdas: comparação de decisões de investimento entre investidores individuais e fundos de pensão no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(4), 429–457.
- Medeiros, G. L. B., & Medeiros, L. N. P. (2021). Ausência de educação financeira no Brasil: o impacto à sociedade e a possibilidade de reversão. *Brazilian Journal of Development*, 7(10), 101408–101417.

Nussbaumer, P., Matter, I., & Schwabe, G. (2012). “Enforced” vs. “Casual” Transparency – Findings from IT-Supported Financial Advisory Encounters. *ACM Transactions on Management Information Systems*, 3(2), 11:1-11:19.

Oliveira, F. N. de, & Paula, E. L. d. (2008). Determinando o grau ótimo de diversificação para investidores usuários de home brokers. *Brazilian Review of Finance*, 6(3), 439–463.

Palmatier, R. W., Houston, M. B., & Hulland, J. (2017). Review articles: purpose, process, and structure. *Journal of the Academy of Marketing Science* 2017, 46(1), 1–5. <https://doi.org/10.1007/S11747-017-0563-4>

Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>

Resolução BC no 4.656 de 26 de abril de 2018 (2018). https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf

Resolução CVM no 16, de 09 de fevereiro de 2021 (2021). <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol016.pdf>

Resolução CVM no 51 de 31 de agosto de 2021 (2021). <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol051consolid.pdf>

Rocha, D. F. (2022). *Servindo a dois soberanos no mercado de capitais: conflito de interesses e os regimes jurídicos de assessores de investimento* [Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas] Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações. <https://hdl.handle.net/10438/32030>

Ross, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63, 134–139.

Sanematsu, F. C., & Leal, R. P. C. (2016). Agency conflicts, compensation and clientele type, and survivorship bias in brazilian stock funds. *Relatórios COPPEAD*.

Schimank, U. (2011). Against all odds: the ‘loyalty’ of small investors. *Socio-Economic Review*, 9(1), 107–135.

Selan, B. (2015). *Mercado Financeiro* (1st ed.). Editora Universidade Estácio de Sá.

Šindelář, J., & Budinský, P. (2019). Does commission remuneration affect the investor's outcome? Experience from Central Europe. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 27(4), 494–508. <https://doi.org/10.1108/JFRC-10-2018-0141>

Sokolinski, S. (2022). Regulating Commission-based financial advice: evidence from a natural experiment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. <https://doi.org/10.1017/S0022109022000898>

Sonza, I. B., & Kloeckner, G. D. O. (2014). A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 145-160.

Stoughton, N. M., Wu, Y., & Zechner, J. (2011). Intermediated investment management. *The Journal of Finance*, LXVI(3), 947–980.

Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. Free Press.

Xiao, Y., & Watson, M. (2019). Guidance on Conducting a Systematic Literature Review. *Journal of Planning Education and Research*, 39(1), 93–112. <https://doi.org/10.1177/0739456X17723971>