



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

Uma análise comparativa entre os modelos de remuneração fee-based e commission-based sob a perspectiva do investidor.

Felipe Graça Couto Karmiol

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, novembro de 2025.



Felipe Graça Couto Karmiol

Uma análise comparativa entre os modelos de remuneração fee-based e commission-based sob a perspectiva do investidor.

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientadora: Liana Ribeiro dos Santos

Rio de Janeiro
Novembro de 2025.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus familiares e amigos, que foram, ao longo desta jornada, como paisagens que nunca se apagam da memória. Presença que conforta, horizonte que orienta e chão que sustenta.

Cada gesto, conselho ou simples silêncio compartilhado foi parte do caminho que me trouxe até aqui. A vocês, minha gratidão mais sincera.

RESUMO

KARMIOL, Felipe Graça Couto. **Uma análise comparativa entre os modelos de remuneração fee-based e commission-based sob a perspectiva do investidor**: incentivos, alocação de ativos e retorno líquido em diferentes perfis de risco. Rio de Janeiro, 2025. 40 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O estudo compara os modelos de remuneração fee-based e commission-based sob a ótica do investidor, investigando seus efeitos sobre custos, incentivos e construção de portfólios em diferentes perfis de risco. A pesquisa adota abordagem teórico-empírica, integrando revisão de literatura, análise regulatória e simulações baseadas em carteiras padronizadas entre 2019 e 2025. Os resultados indicam que, em patrimônios reduzidos (até ~R\$100 mil), o modelo commission-based tende a apresentar menor custo. Entretanto, entre R\$300 mil e R\$500 mil, especialmente para perfis moderados e agressivos, o fee-based torna-se mais eficiente. Para patrimônios acima de R\$500 mil, o fee-based se mostra majoritariamente superior, exibindo maior previsibilidade de custos e menor risco de conflitos de interesse. Conclui-se que o fee-based oferece maior alinhamento e eficiência econômica para investidores com maior patrimônio e sofisticação, ao passo que o commission-based permanece adequado para investimentos iniciais e carteiras simples.

Palavras-chave: Assessoria de investimentos; Fee-based; Commission-based; Alocação de ativos; Incentivos; Custo-benefício.

ABSTRACT

KARMIOL, Felipe Graça Couto. **A comparative analysis between fee-based and commission-based compensation models from the investor's perspective**: incentives, asset allocation, and net returns across risk profiles. Rio de Janeiro, 2025. 40 p. Course Conclusion Paper - Administration Department. Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro.

This study compares fee-based and commission-based advisory compensation models from the investor's perspective, examining their effects on advisory costs, incentive structure, and investment portfolio construction across distinct risk profiles. The research combines literature review, regulatory analysis, and empirical simulations based on standardized portfolios between 2019 and 2025. Results show that, for small portfolios (up to ~R\$100,000), the commission-based model tends to be less costly. However, between R\$300,000 and R\$500,000, particularly for moderate and aggressive profiles, the fee-based model becomes more advantageous. For portfolios above R\$500,000, the fee-based model is consistently superior, offering greater cost predictability and reducing conflicts of interest. The study concludes that the fee-based model provides stronger alignment and economic efficiency for higher-net-worth and more sophisticated investors, while the commission-based model remains suitable for small-scale portfolios and simpler investment needs.

Key-words: Investment advisory; Fee-based; Commission-based; Asset allocation; Incentives; Cost efficiency.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	REFERENCIAL TEÓRICO	4
2.1	Panorama regulatório e o papel das entidades supervisoras: CVM, B3 e AMBIMA	4
2.2	Modelo de remuneração por comissão (Commission-Based)	6
2.3	Modelo de remuneração por comissões fixos (Fee-Based)	8
2.4	Perfis de investidor, suitability e influência da remuneração na alocação	10
2.5	Asset Allocation	11
3	METODOLOGIA	15
3.1	Natureza da pesquisa	15
3.2	Delineamento metodológico	16
3.3	Justificativa da abordagem metodológica	18
3.4	Limitações do estudo	18
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	20
4.1	Regressividade vs. Linearidade Temporal	20
4.2	Churning como consequência sistêmica	21
4.3	Construção do ROA Médio no Modelo Commission-Based	24
4.4	Análise Integrada dos Modelos por Perfil de Risco e Faixa Patrimonial (AUC)	25
4.4.1	A lógica financeira da interação entre risco, ROA e patrimônio	26
4.4.2	AUC até 100 mil reais	27
4.4.3	AUC entre 100 mil e 500 mil reais.	28
4.4.4	AUC entre 500 mil e 1 milhão de reais	29
4.4.5	AUC entre 1 milhão e 5 milhões de reais	30
4.4.6	AUC acima de 5 milhões de reais	31
4.5	Análise do Ponto de Equilíbrio (Break-Even)	32
4.6	Vantagens e Desvantagens dos Modelos de Remuneração	34
5	CONCLUSÕES	37
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	40

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura Regressiva de Cobrança do Modelo Fee-Based por Faixa Patrimonial (AUC).	9
Figura 2 - Classificação dos Perfis de Investidor segundo Tolerância ao Risco.	11
Figura 3 - Distribuição Percentual das Classes de Ativos por Perfil de Risco.	13
Figura 4 - Composição das Carteiras Recomendadas e ROA Médio por Perfil.	14
Figura 5 - Estrutura Metodológica Geral da Pesquisa (Teórica e Empírica).	16
Figura 6 - Etapas do Procedimento Analítico para Comparação dos Modelos de Remuneração.	17
Figura 7 - Tabela de alíquotas dos modelos, por perfil de risco e AuC	26
Figura 8 - Estrutura de custo e diferença financeira para AuC até R\$ 100 mil	28
Figura 9 - Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 100 mil e R\$ 500 mil.	29
Figura 10 - Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão.	30
Figura 11 - Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 1 milhão e R\$ 5 milhões.	31
Figura 12 - Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 5 milhões e R\$ 10 milhões.	32
Figura 13 - Comparação dos Modelos: Vantagens e Desvantagens	36

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, o mercado financeiro brasileiro passou por uma verdadeira revolução silenciosa. O que antes era um ambiente restrito a grandes fortunas e instituições financeiras concentradas nos bancos tradicionais, deu lugar a um ecossistema cada vez mais dinâmico, competitivo e descentralizado. O avanço tecnológico, o fortalecimento da estabilidade econômica a partir do Plano Real e o crescimento da educação financeira no Brasil permitiram a expansão do mercado de capitais e o surgimento de plataformas digitais de investimento. Segundo dados da ANBIMA (2023), o número de investidores em produtos de maior complexidade, como debêntures incentivadas, fundos multimercado e previdência privada, cresceu mais de 80% nos últimos cinco anos, refletindo um processo contínuo de sofisticação da base de clientes e ampliação do acesso a ativos antes restritos ao público institucional.

Em meio a esse processo de democratização do investimento, a figura do assessor de investimentos ganhou protagonismo. De coadjuvante quase invisível, o assessor passou a ocupar um lugar central na jornada do investidor brasileiro. Com isso, surgiu um novo dilema: afinal, como deve ser remunerado o profissional responsável por guiar decisões patrimoniais que envolvem riscos, objetivos de longo prazo e, muitas vezes, o futuro financeiro de uma família inteira?

A resposta a essa pergunta está longe de ser simples. Hoje, predominam dois modelos principais de remuneração: o *commission-based*, no qual o assessor é remunerado por meio das comissões embutidas nos produtos financeiros distribuídos; e o *fee-based*, onde o investidor paga uma taxa direta e transparente pela consultoria prestada, desvinculada dos instrumentos oferecidos. Cada abordagem possui

implicações práticas, éticas e estratégicas profundas que vão muito além da simples lógica de incentivo.

Enquanto o modelo comissionado ainda constitui a espinha dorsal da distribuição de investimentos no Brasil, sua estrutura tem sido alvo de debates relevantes na literatura e em relatórios de mercado. Estudos da KPMG (2022) indicam que a remuneração atrelada à venda de produtos pode gerar incentivos para priorizar alternativas que paguem maiores comissões ao distribuidor, mesmo quando não representam a melhor opção para o perfil do cliente. De forma semelhante, análises da Cerulli Associates (2023) e da OECD (2022) alertam para a possibilidade de ocorrência de churning, isto é, o giro excessivo da carteira com o objetivo de gerar novas comissões, além da opacidade na precificação, dificultando a compreensão dos custos totais envolvidos. Em complemento, relatórios do CFA Institute (2021) e da ESMA (2022) reforçam que esses incentivos podem induzir recomendações enviesadas (mis-selling) e comprometer a transparência do processo de aconselhamento.

Por outro lado, o modelo baseado em taxas explícitas (fee-based) vem ganhando espaço, impulsionado pela busca por maior alinhamento de interesses e clareza sobre custos. No entanto, seu crescimento permanece gradual. Segundo a Cerulli Associates (2023), em mercados desenvolvidos como os Estados Unidos, o modelo fee-based representa aproximadamente 38% do volume de aconselhamento patrimonial, enquanto o commission-based ainda responde pela maior parte da receita da distribuição. No Brasil, embora não existam dados públicos consolidados que segreguem com precisão a participação de cada modelo, relatórios da KPMG (2022) e da Deloitte (2024) apontam que o modelo comissionado segue amplamente dominante, sendo o fee-based adotado por uma minoria de escritórios, sobretudo aqueles voltados a investidores de maior patrimônio. A permanência dessa assimetria decorre de barreiras culturais, como a percepção de que o cliente “não paga pelo serviço” quando os custos estão embutidos nos produtos, além de desafios operacionais relacionados à necessidade de maior estrutura tecnológica e

contratual. Assim, embora exista tendência de expansão, o fee-based cresce a partir de uma base reduzida e sua adoção permanece restrita.

Este trabalho propõe-se a investigar, de forma crítica e aplicada, as vantagens e desvantagens dos modelos de remuneração commission-based e fee-based sob a ótica do investidor, considerando seus impactos práticos na alocação de ativos. O estudo concentra-se no período entre 2019 e 2025, intervalo marcado pela expansão das plataformas de investimento, pelo fortalecimento do arcabouço regulatório (especialmente após as Resoluções CVM 30/2021 e 178/179 de 2023) e pela intensificação do debate sobre transparência e alinhamento de incentivos na distribuição de produtos financeiros.

A análise empírica será realizada a partir de três perfis de risco amplamente reconhecidos na literatura, conservador, moderado e agressivo, buscando avaliar como cada modelo de remuneração influencia as decisões de alocação e os custos associados à gestão de patrimônio. Para isso, serão utilizadas simulações comparativas de carteiras reais estruturadas em ambos os modelos, além de revisão bibliográfica e análise documental, de modo a identificar qual abordagem tende a ser mais eficiente, transparente e alinhada aos interesses de quem mais importa nesse processo: o cliente.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Panorama regulatório e o papel das entidades supervisoras: CVM, B3 e ANBIMA

A consolidação do mercado de capitais brasileiro nas últimas duas décadas esteve diretamente relacionada ao fortalecimento dos mecanismos de regulação e autorregulação aplicáveis à atividade de assessoria de investimentos. Embora o Banco Central do Brasil (BCB) desempenhe papel central na supervisão do Sistema Financeiro Nacional, este estudo concentra-se nas instituições com competência direta sobre a distribuição de valores mobiliários: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). Cada uma, em seu âmbito, define normas que impactam os modelos de remuneração adotados e o nível de proteção ao investidor (CVM, 2021; ANBIMA, 2024).

A CVM, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, regula o funcionamento do mercado de capitais brasileiro e supervisiona os intermediários financeiros. A antiga Instrução CVM 592/2017 foi substituída pelas Resoluções CVM nº 178/2023 e nº 179/2023, que atualizaram as regras de registro, conduta e supervisão aplicáveis aos agentes autônomos de investimento, reforçando temas como gerenciamento de conflitos, transparência e dever de adequação (CVM, 2023a; CVM, 2023b). Complementarmente, a Resolução CVM nº 30/2021 consolida a obrigatoriedade de realização do questionário de suitability, instrumento utilizado para classificar investidores como conservadores, moderados ou agressivos, com base em sua tolerância ao risco, objetivos financeiros, horizonte de investimento e necessidade de liquidez (CVM, 2021).

A B3, como infraestrutura de mercado e entidade autorregulatória, estabelece requisitos operacionais relacionados à qualificação, credenciamento e supervisão de instituições financeiras por meio de programas técnicos e normativos. Suas diretrizes impactam a atividade de distribuição de valores mobiliários ao definir parâmetros de conduta e padrões operacionais aplicáveis às plataformas e intermediários (B3, 2024).

No âmbito da autorregulação, a ANBIMA exerce papel complementar por meio de seus Códigos de Regulação e Melhores Práticas, com destaque para o Código de Distribuição de Produtos de Investimento (ANBIMA, 2024), que disciplina a divulgação de custos operacionais e remuneração de distribuição. Uma novidade relevante foi introduzida pela Diretriz ANBIMA nº 10/2023, que tornou obrigatória a divulgação dos spreads praticados em operações com produtos financeiros, fortalecendo a transparência, a comparabilidade entre canais de distribuição e mitigando potenciais conflitos relacionados ao modelo commission-based (ANBIMA, 2023).

Outro eixo fundamental diz respeito à certificação profissional exigida para atuação no mercado. A ANBIMA administra certificações como CPA-10, CPA-20 e CEA, utilizadas para validar o conhecimento técnico exigido no atendimento ao investidor, bem como o cumprimento de requisitos éticos e de atualização periódica. Além disso, a atuação de agentes autônomos de investimento vinculados a corretoras exige certificação específica promovida pela ANCORD, reforçando a necessidade de qualificação contínua como parte do processo de proteção ao investidor (ANCORD, 2024; ANBIMA, 2024).

Em conjunto, esses instrumentos regulatórios e autorregulatórios constituem a infraestrutura mínima de governança, transparência e qualificação técnica sobre a qual se apoiam os modelos de remuneração vigentes no Brasil. Sem essa base, que define as fronteiras de atuação, o nível de responsabilidade e os deveres de diligência, seria inviável realizar uma análise comparativa consistente entre os sistemas commission-based

e fee-based. Assim, este panorama regulatório serve como alicerce indispensável para o debate proposto neste trabalho.

2.2 Modelo de remuneração por comissão (Commission-Based)

O modelo de remuneração commission-based é historicamente o mais utilizado no setor de intermediação financeira. Sua origem é frequentemente associada ao desenvolvimento das primeiras bolsas organizadas, como a New York Stock Exchange (NYSE) em 1792 e a London Stock Exchange (LSE) em 1801, onde corretores recebiam comissões proporcionais ao volume ou ao valor das ordens executadas em nome dos clientes (Mishkin; Eakins, 2019; Bodie; Kane; Marcus, 2021). Nesse contexto, a comissão surgiu como o principal mecanismo de incentivo dos intermediários, alinhando-os à atividade transacional dos investidores em mercados ainda incipientes e com baixa disponibilidade de produtos financeiros.

No Brasil, a remuneração por comissão ganhou força já no século XX, em especial a partir das reformas institucionais que estruturaram o mercado de capitais, como a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1976 e a modernização da Bolsa de Valores de São Paulo nas décadas seguintes (Pinheiro; Cysne, 2002). Entretanto, a expansão do modelo ocorreu de forma mais acentuada a partir dos anos 2000, impulsionada pelo avanço tecnológico, pelo desenvolvimento de plataformas independentes de investimento e pela ampliação da oferta de produtos acessíveis ao investidor pessoa física (ANBIMA, 2023; Mendes; Machado, 2016).

No modelo commission-based, a remuneração do assessor está diretamente atrelada ao tipo, volume e características dos produtos financeiros adquiridos pelo cliente. Na prática, a instituição emissora do produto, como gestoras, seguradoras ou bancos, repassa à plataforma de distribuição um percentual acordado sobre o valor investido, conhecido no mercado como ROA (Return on Assets). Parte desse percentual é redistribuída ao assessor sob a forma de comissão.

O ROA, contudo, não é padronizado nem amplamente divulgado, variando conforme a classe do ativo, o prazo da aplicação, o risco envolvido, a instituição emissora e o arranjo comercial acordado pela distribuidora. De maneira geral, produtos mais complexos ou menos líquidos tendem a oferecer ROAs mais elevados, enquanto ativos conservadores costumam apresentar comissões marginais. Essa assimetria cria um incentivo financeiro direto para que o assessor favoreça produtos mais rentáveis para si, ainda que alternativas de risco-retorno similares pudessem ser mais adequadas ao cliente. Dois ativos com perfis comparáveis podem oferecer comissões significativamente distintas, gerando potenciais distorções na recomendação caso não haja mecanismos de governança e supervisão.

A teoria da agência, formulada por Jensen e Meckling (1976), oferece arcabouço útil para compreender esses potenciais conflitos: ao atuar como intermediário, o assessor pode privilegiar produtos que maximizem sua remuneração, mesmo que não sejam os mais adequados do ponto de vista do investidor. Autores como Inderst e Ottaviani (2009) sustentam que incentivos mal calibrados podem induzir recomendações enviesadas (mis-selling), especialmente quando a informação é assimétrica e o investidor possui menor entendimento técnico. No contexto brasileiro, pesquisas como as de Borges e Rocha (2022) identificam casos em que investidores de perfil conservador receberam recomendações de produtos mais arriscados devido às comissões associadas.

Apesar dessas limitações, o commission-based apresenta vantagens relevantes: permite acesso não oneroso à assessoria, favorece a inclusão financeira e preserva o incentivo à atividade comercial, útil principalmente para investidores de menor patrimônio. Porém, mesmo com avanços normativos, como a Resolução CVM nº 179/2023, que reforça padrões de conduta e gestão de conflitos, e as adaptações nos códigos de autorregulação da ANBIMA que ampliam a transparência de custos, persistem críticas quanto à assimetria informacional e à dificuldade de identificar claramente os custos embutidos nos produtos financeiros.

2.3 Modelo de remuneração por comissões fixos (Fee-Based)

O modelo de remuneração fee-based representa uma mudança estrutural na forma como o serviço de assessoria financeira é prestado. Em oposição à lógica transacional do modelo commission-based, o fee-based estabelece uma relação direta e transparente entre assessor e cliente, em que a remuneração é definida como um percentual acordado sobre o total dos ativos sob acompanhamento (Assets Under Care – AUC), independentemente dos produtos recomendados.

Sua difusão está associada ao desenvolvimento do mercado norte-americano na década de 1990, com a ascensão dos Registered Investment Advisors (RIAs), profissionais e firmas registrados junto à Securities and Exchange Commission (SEC), cuja atuação é regida pelo Investment Advisers Act de 1940. Essa legislação estabelece o dever fiduciário, impondo obrigações de lealdade, diligência e transparência para assegurar que o assessor atue prioritariamente no melhor interesse do cliente (SEC, 2023). Esse movimento foi impulsionado pelo ganho de complexidade dos mercados financeiros, pela ampliação do leque de produtos e pela crescente percepção da necessidade de aconselhamento independente (Mullaney, 2018).

No Brasil, embora ainda minoritário, o fee-based vem sendo adotado em ritmo gradual. Grandes plataformas de investimento passaram a instituir tabelas padronizadas de custeio por AUC, normalmente estruturadas segundo critérios de regressividade patrimonial, isto é, quanto maior o patrimônio assessorado, menor o percentual cobrado. No caso da XP Investimentos, as faixas apresentadas na tabela a seguir refletem a prática institucional vigente.

A Tabela apresenta as faixas de cobrança vigentes, conforme material institucional da XP Investimentos (2025). Os valores foram extraídos do documento oficial e sistematizados em formato tabular pelo autor, mantendo-se integralmente os percentuais de cobrança:

AuC	Fee Fixo	Fee Fixo Mínimo
Até 50k	1,00%	0,90%
50k - 100k	1,00%	0,90%
100k - 300k	1,00%	0,80%
300k - 500k	1,00%	0,70%
500k - 1MM	0,90%	0,70%
1MM - 3MM	0,80%	0,60%
3MM - 5MM	0,70%	0,55%
5MM - 10MM	0,65%	0,50%
Acima 10MM	0,60%	0,50%

Figura 1 – Estrutura Regressiva de Cobrança do Modelo Fee-Based por Faixa Patrimonial (AUC).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Essa estrutura regressiva tem como objetivo alinhar a cobrança ao valor percebido do serviço, ajustando-se à complexidade de gestão das carteiras e ao perfil patrimonial do cliente.

No modelo fee-based, o valor pago pelo cliente é definido pela fórmula:

$$\text{Remuneração anual} = \text{AUC} \times \text{Taxa anual de assessoria}$$

Exemplo: Em uma assessoria com R\$ 2.000.000 sob acompanhamento e taxa de 0,60% ao ano, o investidor pagará R\$ 12.000 por ano, geralmente dividido em parcelas mensais ou anuais.

Do ponto de vista teórico, o fee-based aproxima-se dos padrões fiduciários internacionais, pois desloca o foco da remuneração da venda de produtos para a qualidade do serviço de gestão e aconselhamento. Assim, a recomendação passa a privilegiar a eficiência do portfólio, de acordo com os princípios da moderna teoria de carteiras (Markowitz, 1952), bem como com abordagens contemporâneas de diversificação e paridade de risco (Qian, 2005; Ilmanen, 2020).

Apesar de suas vantagens, a adoção do fee-based enfrenta barreiras relevantes, sobretudo em países cuja acessibilidade ao mercado de capitais é recente, como o Brasil. Uma das limitações mais citadas é a percepção histórica de que serviços de assessoria seriam “gratuitos”, uma vez que seus custos estavam embutidos nos produtos financeiros.

Segundo o World Economic Forum (2024), esse padrão cultural contribui para a baixa predisposição dos investidores a pagar explicitamente pelo aconselhamento. Mesmo em mercados mais maduros, como os Estados Unidos, sua expansão exigiu evolução regulatória contínua, maior transparência e educação financeira (Cerulli Associates, 2023; Mullaney, 2018).

Ainda assim, o avanço regulatório, especialmente no que se refere aos deveres fiduciários e à transparência, aliado à maior concorrência entre plataformas, tende a impulsionar o crescimento gradual do fee-based no Brasil, especialmente entre investidores de maior patrimônio e sofisticação, que reconhecem o valor da independência nas recomendações e a previsibilidade de custos.

2.4 Perfis de investidor, suitability e influência da remuneração na alocação

A definição do perfil de investidor é um elemento central na construção de carteiras eficientes e aderentes aos objetivos, tolerância a risco e horizonte de tempo de cada cliente. No Brasil, esse processo ganhou contornos regulatórios com a introdução do conceito de suitability, que passou a ser exigido pelas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como prática obrigatória para qualquer instituição que ofereça produtos de investimento.

O conceito de suitability (adequação) tem raízes no mercado norte-americano, a partir das regras da Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), que impõem às instituições financeiras a obrigação de recomendar produtos compatíveis com o perfil e os objetivos do investidor. No Brasil, a primeira formalização do conceito ocorreu com a Instrução CVM 539/13, posteriormente incorporada à Resolução CVM 30/21, que tornou obrigatório o processo de coleta, análise e classificação do perfil do investidor.

Essa norma estabelece que toda instituição financeira ou plataforma que distribua produtos de investimento deve aplicar, periodicamente, um questionário de suitability, que avalia três dimensões principais:

- Tolerância ao risco: disposição do cliente em aceitar perdas financeiras em troca de maiores retornos esperados.
- Objetivos do investimento: se busca liquidez, preservação de capital, crescimento no longo prazo ou geração de renda.
- Horizonte temporal: tempo estimado até a utilização dos recursos aplicados.

Com base nessas respostas, o investidor é classificado, em três perfis amplamente utilizados no setor:

Conservador	Moderado	Agressivo
Prioriza a preservação de capital, aceita baixa volatilidade e retorno previsível.	Busca equilíbrio entre segurança e rentabilidade, tolerando oscilações moderadas no curto prazo.	Visa retorno acima da média e aceita maior volatilidade, investindo com horizonte de longo prazo.

Figura 2 – Classificação dos Perfis de Investidor segundo Tolerância ao Risco.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Uma vez definido o perfil, as instituições financeiras utilizam modelos de asset allocation baseados em diferentes classes de ativos para montar carteiras aderentes ao investidor. Essa estruturação é essencial não só para o alinhamento de expectativas e riscos, mas também para garantir conformidade regulatória.

No entanto, os modelos de remuneração podem influenciar a recomendação final feita ao cliente, mesmo após o preenchimento do questionário de suitability.

2.5 Asset Allocation

Este conceito consolidou-se como um dos eixos centrais da gestão patrimonial contemporânea. Mais do que uma técnica, trata-se de uma filosofia que orienta as decisões de investimento a partir da distribuição estratégica entre diferentes classes de ativos.

Brinson, Hood e Beebower (1986), em estudo seminal conduzido com fundos de pensão norte-americanos, demonstraram que a maior parte da variação dos retornos de portfólios no longo prazo não decorre da seleção de ativos individuais ou de tentativas de antecipar movimentos de mercado (market timing), mas sim da alocação estratégica entre classes de ativos, como renda fixa, ações e investimentos alternativos. A análise concluiu que mais de 90% da explicação do retorno de longo prazo é atribuível às escolhas de alocação, reforçando seu papel estruturante na gestão profissional de portfólios.

O fundamento teórico desse princípio está na contribuição pioneira de Harry Markowitz (1952) ao desenvolver a Teoria Moderna de Portfólio. Seu modelo demonstrou matematicamente a relação entre risco e retorno e formalizou o conceito de “fronteira eficiente”, segundo o qual investidores racionais devem buscar combinações de ativos que maximizem o retorno esperado para determinado nível de risco.

A grande inovação de Markowitz foi mostrar que a diversificação entre ativos com correlação imperfeita reduz o risco total da carteira e melhora sua performance ajustada ao risco, sem necessariamente sacrificar retorno esperado (Bodie; Kane; Marcus, 2021).

Em linha evolutiva, Qian, Hua e Ilmanen (2007) argumentam que o desafio contemporâneo da alocação é equilibrar risco ativo e risco total, ampliando a diversificação para dimensões como geografias, alternativas, estratégias sistemáticas e derivativos. Assim, a alocação deixa de ser apenas um exercício quantitativo de ponderar renda fixa e variável, tornando-se um processo que traduz objetivos individuais, horizontes de investimento e restrições específicas em carteiras robustas e alinhadas ao perfil de risco.

Para fins de aplicação prática, este trabalho adota como referência a política de asset allocation recomendada por uma das maiores plataformas de investimentos do país, a XP Investimentos, que apresenta distribuições-base por perfis de risco, conservador, moderado e sofisticado, refletindo as condições macroeconômicas vigentes e a necessidade de diversificação.

A Figura apresenta as distribuições-base por classe de ativos. Os dados são públicos e foram extraídos do material institucional de alocação da XP Investimentos.







		CONSERVADORA	MODERADA	SOFISTICADA	
	REDA FIXA BRASIL	Pós-fixado	70,0%	35,0%	15,0%
		Inflação	12,5%	22,5%	27,5%
		Prefixado	5,0%	10,0%	7,5%
	MULTIMERCADOS	5,0%	16,5%	12,5%	
	REDA VARIÁVEL BRASIL	0,0%	5,0%	15,0%	
	FUNDOS LISTADOS	2,5%	2,0%	8,0%	
	ALTERNATIVOS	0,0%	3,0%	7,0%	
	GLOBAL	Renda Fixa	2,5%	2,5%	2,5%
		Renda Variável	2,5%	3,5%	5,0%
TOTAL		100%	100%	100%	

Figura 3 – Distribuição Percentual das Classes de Ativos por Perfil de Risco.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Produto	Público	Conservadora	Moderada	Sofisticada
Pós Fixado		70,0%	35,0%	15,0%
XP Referenciado FI Referenciado DI CP	PG	28,0%	6,0%	2,0%
XP CDI Debêntures Incentivadas	PG	9,5%	6,5%	2,5%
JiveMaua BossaNova 90 FIDC	PG	9,0%	8,0%	3,5%
JGP Crédito Advisory FIF Multimercado CP RL	PG	7,5%	4,5%	1,5%
XP Crédito Estruturado 120	IQ	8,5%	5,0%	2,5%
Hedge PR+ (CDI+2,00% isento)	PG	7,5%	5,0%	3,0%
Inflação		12,5%	22,5%	27,5%
NTN-B 2035 - (IPCA + 7,53%)	PG	4,0%	6,5%	7,5%
Legacy Compound Deb Infra	PG	2,5%	5,5%	7,0%
CRA Seara 2065 (IPCA + 8,0%)	PG	3,0%	5,5%	7,0%
CRA Lavvi (IPCA+7,60%)	PG	3,0%	5,0%	6,0%
Pré Fixado		5,0%	10,0%	7,5%
Bond Repack Brasil Soberado (14,40%)	PG	5,0%	10,0%	7,5%
Multimercado		5,0%	16,5%	12,5%
Absolute Vertex Advisory FIC FIM	PG	2,5%	8,5%	6,0%
Kapitalo Zeta Merídia FIC FIM	IQ	2,5%	8,0%	6,5%
Renda Variável Brasil		0,0%	5,0%	15,0%
TB Advisory II FIC FIA BDR Nível I	IQ		2,0%	7,0%
Tarpon GT 90 FIC FIA	IQ		3,0%	8,0%
Fundos Listados		2,5%	2,0%	8,0%
LVBI11	PG	2,5%	2,0%	8,0%
Alternativos		0,0%	3,0%	7,0%
FII JHSF Renda Mais (19,80% líquido)	IQ		3,0%	7,0%
Renda Fixa Global		2,5%	2,5%	2,5%
International Bonds / Treasury	PG	2,5%	2,5%	2,5%
Renda Variável Global		2,5%	3,5%	5,0%
WHG Global LB BRL FIC FIM CP IE	IQ	2,5%	3,5%	5,0%

ROA aproximado:
 Conservadora: 0,85%
 Moderada: 1,21%
 Sofisticada: 1,37%

Figura 4 – Composição das Carteiras Recomendadas e ROA Médio por Perfil.
 Fonte: Elaborado pelo autor.

3 METODOLOGIA

Este trabalho adota uma abordagem metodológica teórico-empírica, com o objetivo de analisar comparativamente os modelos de remuneração fee-based e commission-based sob a ótica do investidor. A pesquisa visa compreender os impactos dessas estruturas no processo de alocação de ativos, considerando diferentes perfis de risco e o alinhamento entre assessor e cliente.

3.1 Natureza da pesquisa

A presente investigação caracteriza-se como exploratória e descritiva, de natureza qualitativa e quantitativa. A etapa teórica fundamenta-se em revisão bibliográfica e documental, buscando autores clássicos e contemporâneos das áreas de finanças comportamentais, intermediação financeira, regulação do mercado de capitais, teoria de portfólio e modelos de alocação de ativos.

A etapa empírica, por sua vez, analisa a aplicação prática de carteiras recomendadas de investimentos associadas a cada perfil de risco (conservador, moderado e agressivo), avaliando como a estrutura de remuneração afeta a eficiência da alocação e o potencial de conflito de interesses. Um diferencial relevante deste estudo é a utilização de dados reais de ROA por ativo, obtidos diretamente de plataformas institucionais.

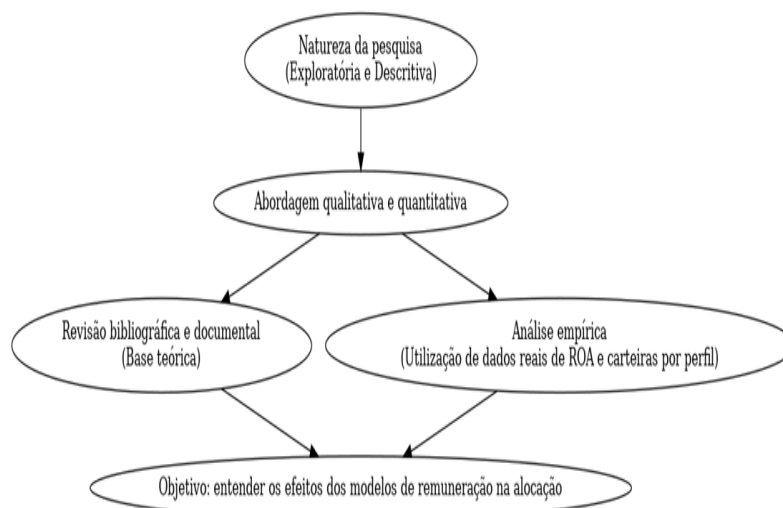


Figura 5 – Estrutura Metodológica Geral da Pesquisa (Teórica e Empírica).
Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2 Delineamento metodológico

O delineamento da pesquisa seguiu os seguintes passos:

1. Revisão bibliográfica e documental: Levantamento e análise de obras acadêmicas, artigos técnicos, relatórios institucionais (ANBIMA, CVM), normas regulatórias e estudos de caso, visando compreender os fundamentos conceituais, aspectos legais e os incentivos associados a cada modelo de remuneração.
2. Seleção das carteiras recomendadas: Utilização de carteiras reais de alocação por perfil de risco, conforme publicações de uma instituição do mercado (XP Investimentos), consideradas como referência para o estudo empírico. As carteiras adotadas já contemplam a segmentação por perfil, bandas de alocação e distribuição percentual por classe de ativo.
3. Levantamento dos ROAs reais por ativo: Para cada produto que compõe as carteiras, foi levantado seu respectivo ROA (Return on Assets) conforme praticado no mercado, utilizando fontes internas, públicas e institucionais. Cada classe de ativo conta com uma remuneração real aplicada à simulação.

4. Análise de remuneração por carteira: Com base nos dados reais de ROA e nas composições de carteira por perfil, foi possível calcular o total de remuneração gerada em cada cenário. Essa análise permite comparar o incentivo econômico do assessor em função do modelo commission-based e contrastar com a neutralidade do modelo fee-based.
5. Análise comparativa dos modelos: A partir da consolidação dos dados, será realizada uma análise crítica, com base nos fundamentos teóricos e nos resultados empíricos, sobre as implicações de cada modelo em termos de alinhamento de interesses, incentivos, transparência e eficácia da alocação.
6. Discussão e formulação de recomendações: Os resultados obtidos serão discutidos à luz da literatura e da prática de mercado, com o intuito de propor caminhos para o aperfeiçoamento da atividade de assessoria de investimentos no Brasil, considerando o amadurecimento regulatório e as mudanças de comportamento dos investidores.

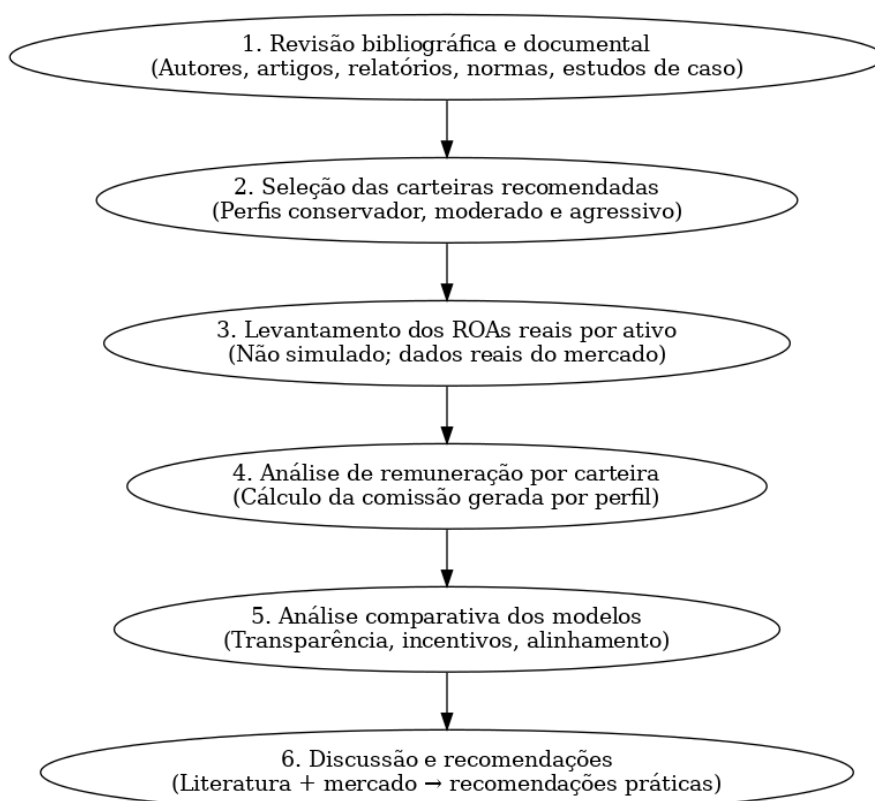


Figura 6 – Etapas do Procedimento Analítico para Comparação dos Modelos de Remuneração.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3 Justificativa da abordagem metodológica

A escolha por uma abordagem teórico-empírica justifica-se pela complexidade e multifatorialidade do tema. A forma de remuneração dos assessores de investimento não se restringe a um detalhe operacional: ela influencia diretamente a conduta do profissional, a estrutura dos produtos ofertados e a experiência do cliente.

Ao combinar uma base teórica sólida com dados empíricos reais, especialmente no uso de carteiras recomendadas oficiais e remunerações efetivamente praticadas no mercado, o trabalho pretende oferecer uma visão robusta, transparente e aplicável do impacto dos modelos fee-based e commission-based. Essa estratégia possibilita uma avaliação crítica com base em evidências, promovendo uma discussão madura sobre as melhores práticas para o alinhamento entre investidores e profissionais do mercado.

3.4 Limitações do estudo

A análise empírica utilizou as carteiras recomendadas e as estruturas de remuneração praticadas pela XP Investimentos, instituição representativa dentro do mercado brasileiro. Essa escolha se justifica por:

- (i) relevância e escala da instituição;
- (ii) disponibilidade pública de metodologias, dados e materiais de referência;
- (iii) aderência ao objetivo de comparar modelos de remuneração aplicados à assessoria de investimentos.

Ainda que representativa, essa abordagem não contempla a heterogeneidade de práticas de outras plataformas, consultorias ou agentes independentes, cujas estruturas de custos, grades de produtos e

processos de recomendação podem divergir. Logo, os resultados não devem ser extrapolados de forma automática para todo o mercado.

A definição clara das limitações metodológicas é essencial para contextualizar os resultados apresentados e orientar futuras pesquisas. Este estudo adota um conjunto de recortes analíticos necessários para viabilizar a comparação entre dois modelos, sob a ótica do investidor. A seguir, são delineadas as como principais limitações observadas, temos:

- (i) As simulações assumem alocações estáticas, sem rebalanceamentos intermediários
- (ii) A Análise concentrou-se na comparação dos custos diretos de assessoria, desconsiderando tributação e custos indiretos.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta a análise empírica dos modelos de remuneração commission-based e fee-based, considerando seu impacto sob a ótica do investidor. A comparação se dá por meio da avaliação dos custos diretos associados à assessoria de investimentos em diferentes perfis de risco, conservador, moderado e agressivo e em distintos níveis patrimoniais (Assets Under Care, AUC).

A partir das estruturas de comissionamento e cobrança vigentes, analisam-se o custo anual estimado em cada modelo, o comportamento relativo das despesas conforme o patrimônio investido, e o ponto de equilíbrio (break-even) em que um modelo se torna mais vantajoso do que o outro.

Cabe ressaltar que todas as análises aqui apresentadas devem ser compreendidas à luz das limitações metodológicas descritas na Seção 3.4, em especial quanto ao recorte institucional, temporal e à utilização de carteiras padronizadas.

4.1 Regressividade vs. Linearidade Temporal

A aparente simplicidade da relação percentual entre patrimônio e custo esconde um conjunto de assimetrias estruturais que impactam profundamente os incentivos da assessoria de investimentos. No modelo fee-based, temos um desenho regressivo: quanto maior o patrimônio, menor o percentual cobrado. Isso beneficia o cliente de alta renda, mas, por outro lado, reduz a atratividade marginal desses clientes para o assessor, que vê sua remuneração percentual declinar conforme a carteira se consolida.

Já no modelo commission-based, a taxa efetiva de remuneração, tende a ser linear ou até progressiva, uma vez que produtos mais

complexos e sofisticados, como COEs alavancados, FIDCs high yield ou fundos de crédito estruturado, geralmente oferecem comissões maiores. Essa característica gera um incentivo perverso: assessores passam a buscar clientes com maior apetite por risco e propensão a realizar aportes frequentes, mesmo que o perfil original do investidor não justifique tal exposição.

Contudo, o aspecto mais negligenciado nas comparações entre os modelos é a distribuição temporal da receita. No fee-based, o ganho do assessor é recorrente, distribuído ao longo do tempo, o que o incentiva a construir uma relação perene com o cliente e acompanhar sua jornada patrimonial. Já no commission-based, a remuneração é pontual: ocorre exclusivamente no instante da alocação, o que induz o assessor a buscar constantemente novos aportes ou trocas de produto, mesmo que a carteira esteja adequadamente alocada.

Esse desalinhamento temporal entre receita e permanência do cliente gera, na prática, uma aversão à estabilidade. Um cliente fiel, com carteira eficiente e avessa a trocas, torna-se menos lucrativo ao assessor comissionado do que um cliente volátil, propenso ao giro e à experimentação de produtos. Tal estrutura mina a racionalidade econômica da alocação e desloca o eixo da assessoria de uma visão fiduciária de longo prazo para uma ótica comercial de curto prazo.

Do ponto de vista da Teoria da Agência, trata-se de um caso clássico de incentivo mal calibrado, no qual o agente (assessor) maximiza sua utilidade individual em detrimento do principal (cliente), favorecendo estratégias com alto retorno imediato e baixo compromisso intertemporal.

4.2 Churning como consequência sistêmica

A análise empírica realizada neste trabalho reforça que a prática de churning, substituição recorrente e artificial de ativos com o objetivo de gerar comissões, não deve ser tratada como exceção ou desvio moral individual, mas como uma consequência estrutural do desenho do modelo commission-based. Quando observamos a distribuição temporal da receita

e a sensibilidade do ROA à composição da carteira, fica evidente que o sistema favorece comportamentos transacionais, sobretudo em carteiras mais arrojadas e em patrimônios intermediários, nos quais a troca de produtos aumenta de forma significativa a remuneração incremental do assessor.

As simulações mostram que, conforme o perfil de risco avança, a carteira passa a incluir um conjunto crescente de ativos com ROA elevado, como fundos estruturados, crédito privado high yield ou COEs com mecanismos de alavancagem. Em tais cenários, cada realocação pode gerar comissões substanciais, o que produz um incentivo direto à movimentação frequente. Assim, a prática do churning torna-se não apenas viável, mas economicamente racional sob a ótica do agente, mesmo quando sua adoção reduz o ganho líquido do investidor seja pela perda de eficiência alocativa, seja pelos custos diretos de transação.

Esse efeito é amplamente documentado pela literatura regulatória. A Financial Industry Regulatory Authority (FINRA, 2018) identifica três sinais típicos de churning:

- (i) trocas frequentes e desvinculadas da estratégia original;
- (ii) compra recorrente de produtos funcionalmente equivalentes, e;
- (iii) ciclos de movimentação que geram comissões sem racionalidade técnico-financeira.

Estes elementos coincidem com as distorções observadas nos modelos simulados neste estudo, especialmente no comportamento da receita marginal do assessor diante de carteiras moderadas e agressivas.

Os prejuízos ao investidor são múltiplos. Em primeiro lugar, há o custo de transação, que se manifesta por meio de spreads, taxas de saída, impactos tributários e, no caso de produtos estruturados, eventual perda de liquidez. Em segundo, ocorre o desalinhamento de perfil, já que produtos com maior ROA tendem a apresentar risco superior, potencialmente afastando a carteira dos limites estabelecidos pelo questionário de suitability. Por fim, o churning introduz ruído comportamental, levando o investidor a acreditar que o desempenho depende de mudanças

constantes, minando a confiança na alocação estratégica e estimulando expectativas irreais de curto prazo.

Do ponto de vista econômico, o modelo commission-based coloca o assessor diante de um dilema: se mantém uma carteira estável e bem estruturada, sua remuneração tende a declinar; se gira a carteira, ele preserva o fluxo de receita, ainda que isso comprometa o bem-estar financeiro do cliente. O incentivo à movimentação é reforçado por práticas institucionais comuns em escritórios de assessoria, como metas mensais de captação, bonificações atreladas à receita e rankings internos baseados em produção comercial, e não em aderência a perfil ou eficiência de portfólio.

É fundamental notar que o churning raramente decorre de má-fé isolada. Ele emerge da combinação entre:

- (i) um modelo de remuneração transacional,
- (ii) ausência de mecanismos efetivos de supervisão, e
- (iii) pressões comerciais de curto prazo.

A mitigação desse comportamento sistêmico exige intervenções estruturais, como:

- Transparência obrigatória do ROA ao investidor, reduzindo a assimetria informacional;
- KPIs fiduciários, avaliando o assessor pela manutenção da alocação adequada e pela estabilidade da carteira, e não pelo volume de comissões geradas;
- Monitoramento regulatório, semelhante ao implementado por FINRA e ESMA, voltado para padrões de rotatividade incompatíveis com o perfil do cliente.

Assim, o churning não deve ser compreendido como um acidente operacional, mas como uma consequência previsível de um modelo que associa remuneração ao ato de transacionar, e não ao acompanhamento contínuo do patrimônio. Enquanto o fee-based atrela receita à permanência e à qualidade da gestão, o commission-based estimula ações pontuais e

repetidas, deslocando a assessoria de uma lógica fiduciária para uma lógica essencialmente comercial.

4.3 Construção do ROA Médio no Modelo Commission-Based

Para estimar o custo efetivo do commission-based, partiu-se exclusivamente da estrutura de alocação das carteiras recomendadas (figura apresentada no capítulo 2.5). Cada perfil de risco define pesos específicos entre classes de ativos, e esses pesos determinam o ROA médio ponderado, que é o parâmetro central para mensurar o custo anual do modelo.

O procedimento adotado seguiu três etapas objetivas:

- (i) Extração dos pesos percentuais da carteira recomendada por perfil: A carteira fornecida pela instituição apresenta, para cada perfil, a alocação exata entre renda fixa, crédito privado, multimercados, ações, ativos internacionais e produtos estruturados. Esses pesos serviram como coeficientes de multiplicação no cálculo do ROA médio,
- (ii) Atribuição dos ROAs de referência por classe de ativo: Cada classe possui um ROA distinto, coerente com sua estrutura operacional.
 - Renda fixa simples (ROA baixo);
 - Crédito privado, multimercados e estruturados (ROA intermediário a alto);
 - Ações e internacionais (ROA alto).
- (iii) Cálculo do ROA ponderado por perfil de risco: Aplicou-se o cálculo financeiro padrão:

$$ROA_{mdio} = \sum (Peso \times ROA_{classe})$$

O resultado traduz, de forma direta, o custo marginal esperado de cada perfil dentro do commission-based.

- Perfis conservadores apresentam ROA médio menor, pois possuem elevada concentração em renda fixa simples;
- Perfis moderados apresentam aumento progressivo do ROA médio conforme incorporam multimercados e crédito privado de maior spread;
- Perfis agressivos exibem ROA médio significativamente superior, refletindo a maior participação de renda variável, estruturas complexas e ativos internacionais.

O ROA médio ponderado, portanto, não é um parâmetro arbitrário, mas o reflexo exato da composição financeira da carteira. Essa construção permite mensurar o custo do commission-based com precisão, mantendo consistência metodológica entre alocação, risco e estrutura de incentivo dos produtos analisados.

4.4 Análise Integrada dos Modelos por Perfil de Risco e Faixa Patrimonial (AUC)

A comparação entre os modelos de remuneração fee-based e commission-based revela que sua eficiência relativa não depende apenas do tipo da carteira ou do tamanho do patrimônio, mas da forma como esses dois fatores se combinam e se retroalimentam ao longo da evolução do investidor. Perfis de risco mais conservadores direcionam a carteira para produtos simples, com ROAs reduzidos, enquanto perfis moderados e agressivos aumentam gradualmente a presença de ativos estruturados, multimercados, crédito privado sofisticado e instrumentos alavancados,

classes que carregam custos de distribuição mais elevados. Paralelamente, faixas patrimoniais mais altas reduzem proporcionalmente o peso das taxas regressivas do fee-based, tornando-o mais competitivo à medida que o investidor acumula recursos.

AuC	Fee-Based		Commission-Based		
	Mínimo	Máximo	Conservador	Moderado	Agressivo
Até 50k	1,00%	0,90%	0,85%	1,21%	1,37%
50k - 100k	1,00%	0,90%	0,85%	1,21%	1,37%
100k - 300k	1,00%	0,80%	0,85%	1,21%	1,37%
300k - 500k	1,00%	0,70%	0,85%	1,21%	1,37%
500k - 1MM	0,90%	0,70%	0,85%	1,21%	1,37%
1MM - 3MM	0,80%	0,60%	0,85%	1,21%	1,37%
3MM - 5MM	0,70%	0,55%	0,85%	1,21%	1,37%
5MM - 10MM	0,65%	0,50%	0,85%	1,21%	1,37%
Acima 10MM	0,60%	0,50%	0,85%	1,21%	1,37%

Figura 7 – Tabela de alíquotas dos modelos, por perfil de risco e AuC.
Fonte: Elaborado pelo autor.

4.4.1 A lógica financeira da interação entre risco, ROA e patrimônio

A estrutura de custos do commission-based é profundamente dependente da composição da carteira. Trata-se de um modelo em que a remuneração é endógena: quanto maior o risco, maior tende a ser o ROA praticado pelos produtos disponíveis e, portanto, mais elevada se torna a remuneração indireta do assessor. Uma carteira conservadora, formada majoritariamente por títulos de baixo risco e liquidez elevada, apresenta ROAs estreitos. Já carteiras moderadas e agressivas, ao incorporarem fundos estruturados, crédito high yield, COEs com barreiras e alavancagem, FIDCs e instrumentos alternativos, aumentam substancialmente o ROA marginal. O resultado natural é que o custo total do commission-based cresce em progressão implícita com a sofisticação da carteira.

O fee-based caminha na direção oposta. A lógica é exógena: o custo não depende da complexidade do portfólio, mas apenas do patrimônio sob consultoria. A regressividade faz com que investidores com maior patrimônio paguem taxas percentuais menores, independentemente da presença de produtos complexos. Assim, há uma assimetria estrutural: quanto mais sofisticada a carteira e maior o patrimônio, mais o fee-based

se beneficia simultaneamente dos dois efeitos, diminuição da taxa percentual e neutralidade com relação ao ROA.

Essa interação explica por que investidores conservadores com pouco patrimônio tendem a pagar menos no commission-based, enquanto investidores com carteiras grandes e complexas encontram no fee-based uma vantagem econômica crescente.

4.4.2 AUC até 100 mil reais

Nas primeiras faixas patrimoniais, até R\$ 50 mil e entre R\$ 50 mil e R\$ 100 mil, o fee-based opera em sua alíquota mais alta, com um intervalo entre 1,00% (mínimo) e 0,90% (máximo). Já o commission-based permanece constante em 0,85% para o perfil conservador, 1,21% para o moderado e 1,37% para o agressivo.

Isso significa que, para o investidor conservador, o commission-based tende a ser ligeiramente mais barato nessas faixas, pois os 0,85% ficam abaixo do intervalo de 0,90%–1,00% do fee-based. Em termos estritamente percentuais, ele paga menos pela assessoria quando a carteira é simples, com foco em renda fixa tradicional, e o patrimônio ainda é pequeno.

A lógica se inverte para os demais perfis. Tanto para o investidor moderado quanto para o agressivo, o fee-based já começa mais vantajoso desde o início: mesmo na faixa mais cara, a taxa máxima de 1,00% fica abaixo dos 1,21% e 1,37% cobrados no commission-based. Ou seja, à medida que a carteira incorpora multimercados, crédito privado e eventualmente ações ou produtos estruturados, o custo atrelado ao ROA torna o commission-based mais caro do que a cobrança fixa sobre o patrimônio.

Logo nos AUC muito baixos, o commission-based só é financeiramente mais eficiente para o perfil conservador. Para moderados e agressivos, mesmo na largada, o fee-based já entrega um custo relativo menor.

Custo Cliente // Receita Assessor					
AuC	Custo mínimo	Custo máximo	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo
R\$ 50.000,00	R\$ 450,00	R\$ 500,00	R\$ 425,00	R\$ 605,00	R\$ 685,00
R\$ 100.000,00	R\$ 900,00	R\$ 1.000,00	R\$ 850,00	R\$ 1.210,00	R\$ 1.370,00

Diferença Financeira - Delta					
AuC	Custo Médio	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo	
R\$ 50.000,00	R\$ 475,00	R\$ 50,00	-R\$ 130,00	-R\$ 210,00	
R\$ 100.000,00	R\$ 950,00	R\$ 100,00	-R\$ 260,00	-R\$ 420,00	

Figura 8 – Estrutura de custo e diferença financeira para AuC até 100 mil.
Fonte: Elaborado pelo autor.

4.4.3 AUC entre 100 mil e 500 mil reais.

A faixa de R\$ 100 mil a R\$ 300 mil ainda apresenta o fee-based com alíquota mínima de 1,00% e máxima de 0,80%. Já de R\$ 300 mil a R\$ 500 mil, o intervalo passa a ser de 1,00% (mínimo) a 0,70% (máximo). O commission-based permanece inalterado: 0,85% (conservador), 1,21% (moderado) e 1,37% (agressivo).

Quando comparamos esses valores, a fotografia fica mais clara:

- Para o perfil conservador, até cerca de R\$ 300 mil ainda há uma vantagem de custo para o commission-based, porque a taxa fixa do fee-based, mesmo se negociada próxima ao teto, tende a ficar próxima ou ligeiramente acima dos 0,85%. Já na faixa de R\$ 300 mil a R\$ 500 mil, com o teto caindo para 0,70%, há praticamente um empate: dependendo da taxa efetivamente pactuada dentro do intervalo (0,70%–1,00%), tanto o fee-based quanto o commission-based podem ser competitivos.
- Para os perfis moderado e agressivo, a situação é bem distinta. Em todas essas faixas, a taxa do fee-based (mesmo no limite máximo) permanece abaixo de 1,21% e 1,37%. Ou seja, para investidores que já têm uma carteira um pouco mais diversificada e aceitam mais risco, o fee-based é sistematicamente mais barato a partir de R\$ 100 mil,

reforçando a ideia de que, quanto mais complexa a carteira, mais pesado fica o custo do commission-based.

Essa faixa intermediária é, portanto, uma zona de transição fundamental: o modelo comissionado ainda pode fazer sentido para conservadores com até R\$ 300 mil, mas perde competitividade rapidamente para perfis de maior risco e, a partir de R\$ 300 mil, entra em empate ou desvantagem mesmo para quem é conservador.

Custo Cliente // Receita Assessor					
AuC	Custo mínimo	Custo máximo	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo
R\$ 100.000,00	R\$ 900,00	R\$ 1.000,00	R\$ 850,00	R\$ 1.210,00	R\$ 1.370,00
R\$ 300.000,00	R\$ 2.400,00	R\$ 3.000,00	R\$ 2.550,00	R\$ 3.630,00	R\$ 4.110,00
R\$ 500.000,00	R\$ 3.500,00	R\$ 5.000,00	R\$ 4.250,00	R\$ 6.050,00	R\$ 6.850,00

Diferença Financeira - Delta					
AuC	Custo Médio	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo	
R\$ 100.000,00	R\$ 950,00	R\$ 100,00	-R\$ 260,00	-R\$ 420,00	
R\$ 300.000,00	R\$ 2.700,00	R\$ 150,00	-R\$ 930,00	-R\$ 1.410,00	
R\$ 500.000,00	R\$ 4.250,00	R\$ -	-R\$ 1.800,00	-R\$ 2.600,00	

Figura 9 – Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 100 mil e R\$ 500 mil.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.4.4 AUC entre 500 mil e 1 milhão de reais

A partir da faixa de R\$ 500 mil a R\$ 1 milhão, a tabela passa a mostrar fee-based entre 0,90% (mínimo) e 0,70% (máximo). Aqui ocorre um ponto importante: mesmo o valor máximo do fee-based (0,70%) já fica abaixo dos 0,85% do commission-based para o perfil conservador. Para moderados e agressivos, a diferença é ainda maior, já que as taxas fixas de 1,21% e 1,37% permanecem constantes.

Na prática, isso significa que, acima de R\$ 500 mil, o fee-based passa a ser mais eficiente em todos os perfis de risco, ainda que o conservador tenha sido relativamente favorecido pelo commission-based nas faixas anteriores. A regressividade começa a cumprir plenamente seu papel: quanto maior o patrimônio, menos faz sentido pagar um percentual atrelado ao ROA de produtos que, por definição, já são precificados com spreads e margens embutidas.

Do ponto de vista financeiro, essa faixa consolida a transição: o commission-based deixa de ter vantagem comparativa e o fee-based inicia uma trajetória de dominância progressiva.

Custo Cliente // Receita Assessor					
AuC	Custo mínimo	Custo máximo	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo
R\$ 500.000,00	R\$ 3.500,00	R\$ 5.000,00	R\$ 4.250,00	R\$ 6.050,00	R\$ 6.850,00
R\$ 1.000.000,00	R\$ 7.000,00	R\$ 9.000,00	R\$ 8.500,00	R\$ 12.100,00	R\$ 13.700,00

Diferença Financeira - Delta				
AuC	Custo Médio	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo
R\$ 500.000,00	R\$ 4.250,00	R\$ -	-R\$ 1.800,00	-R\$ 2.600,00
R\$ 1.000.000,00	R\$ 8.000,00	-R\$ 500,00	-R\$ 4.100,00	-R\$ 5.700,00

Figura 10 – Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.4.5 AUC entre 1 milhão e 5 milhões de reais

Nas faixas de R\$ 1 milhão a R\$ 3 milhões e de R\$ 3 milhões a R\$ 5 milhões, o fee-based cai para intervalos de 0,80%–0,60% e 0,70%–0,55%, respectivamente. O commission-based, por sua vez, continua ancorado em 0,85%, 1,21% e 1,37%.

Em qualquer ponto dentro desses intervalos, o fee-based é mais barato que o commission-based mesmo para o investidor conservador, e a diferença cresce à medida que o perfil se torna moderado ou agressivo. Além de mais barato, o fee-based também passa a ser mais estável em termos de planejamento: como a taxa não muda com a alocação entre classes, o investidor pode diversificar a carteira sem “pagar mais” por isso na forma de comissões.

Do ponto de vista de incentivos, essas faixas são críticas. A estrutura por comissão remunera mais justamente quando o cliente está alocando em produtos que deveriam ser escolhidos pela relação risco-retorno, e não pela comissão embutida. O fee-based, ao neutralizar esse efeito, tende a preservar melhor o retorno líquido do investidor.

Custo Cliente // Receita Assessor					
AuC	Custo mínimo	Custo máximo	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo
R\$ 1.000.000,00	R\$ 7.000,00	R\$ 9.000,00	R\$ 8.500,00	R\$ 12.100,00	R\$ 13.700,00
R\$ 3.000.000,00	R\$ 18.000,00	R\$ 24.000,00	R\$ 25.500,00	R\$ 36.300,00	R\$ 41.100,00
R\$ 5.000.000,00	R\$ 27.500,00	R\$ 35.000,00	R\$ 42.500,00	R\$ 60.500,00	R\$ 68.500,00

Diferença Financeira - Delta					
AuC	Custo Médio	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo	
R\$ 1.000.000,00	R\$ 8.000,00	-R\$ 500,00	-R\$ 4.100,00	-R\$ 5.700,00	
R\$ 3.000.000,00	R\$ 21.000,00	-R\$ 4.500,00	-R\$ 15.300,00	-R\$ 20.100,00	
R\$ 5.000.000,00	R\$ 31.250,00	-R\$ 11.250,00	-R\$ 29.250,00	-R\$ 37.250,00	

Figura 11 – Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 1 milhão e R\$ 5 milhões.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.4.6 AUC acima de 5 milhões de reais

Por fim, na faixa de R\$ 5 milhões a R\$ 10 milhões, o fee-based varia entre 0,65% e 0,50%, enquanto acima de R\$ 10 milhões ele se estabiliza entre 0,60% e 0,50%. Em ambas as faixas, os percentuais máximos do fee-based continuam abaixo da taxa conservadora do commission-based (0,85%) e muito abaixo das taxas dos perfis moderado e agressivo.

Nesse patamar patrimonial, a diferença entre os modelos deixa de ser apenas um ganho marginal e passa a representar uma economia em escala relevante em termos absolutos. Uma diferença de 0,30 ou 0,50 ponto percentual sobre um patrimônio de vários milhões de reais implica dezenas de milhares de reais a mais (ou a menos) por ano em custo de assessoria. Além disso, investidores com esse nível de patrimônio costumam ter carteiras altamente diversificadas, com maior presença de ativos internacionais, alternativos e produtos estruturados, exatamente aqueles que carregam os maiores ROAs no modelo comissionado.

Assim, nessas faixas mais altas, o fee-based não só é consistentemente mais barato em qualquer perfil de risco, como também é o único modelo que combina previsibilidade de custo com alinhamento de incentivos em carteiras sofisticadas. O commission-based, ao continuar atrelado ao ROA, torna-se progressivamente incompatível com o objetivo de maximizar retorno líquido ajustado ao risco.

Custo Cliente // Receita Assessor					
AuC	Custo mínimo	Custo máximo	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo
R\$ 5.000.000,00	R\$ 27.500,00	R\$ 35.000,00	R\$ 42.500,00	R\$ 60.500,00	R\$ 68.500,00
R\$ 10.000.000,00	R\$ 50.000,00	R\$ 65.000,00	R\$ 85.000,00	R\$ 121.000,00	R\$ 137.000,00

Diferença Financeira - Delta					
AuC	Custo Médio	Receita Conservador	Receita Moderado	Receita Agressivo	
R\$ 5.000.000,00	R\$ 31.250,00	-R\$ 11.250,00	-R\$ 29.250,00	-R\$ 37.250,00	
R\$ 10.000.000,00	R\$ 57.500,00	-R\$ 27.500,00	-R\$ 63.500,00	-R\$ 79.500,00	

Figura 12 – Estrutura de custo e diferença financeira para AuC entre R\$ 5 milhões e R\$ 10 milhões.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.5 Análise do Ponto de Equilíbrio (Break-Even)

A identificação do ponto de equilíbrio entre os modelos commission-based e fee-based é fundamental para compreender como a estrutura de custos evolui conforme variam o patrimônio sob assessoria (AUC) e o perfil de risco do investidor. Neste estudo, considera-se break-even o intervalo patrimonial no qual o custo anual cobrado pelos dois modelos se iguala; a partir desse ponto, o modelo que se mantém mais barato passa a oferecer maior eficiência econômica sob a ótica do investidor. Os resultados empíricos mostram, entretanto, que esse equilíbrio não ocorre em um valor fixo e universal: ele é dinâmico e depende diretamente da interação entre a composição da carteira e o nível de patrimônio financeiro.

A razão disso reside na própria lógica dos modelos. O commission-based carrega um custo intrinsecamente vinculado ao ROA ponderado dos produtos adquiridos. Assim, à medida que a carteira do investidor incorpora ativos mais complexos e sofisticados, o ROA aumenta, ampliando proporcionalmente a remuneração do assessor. Já no fee-based, ocorre o oposto: trata-se de um modelo regressivo, no qual o percentual cobrado diminui conforme o patrimônio aumenta, independentemente da complexidade da carteira. Isso cria uma relação inversa entre risco, sofisticação e custo, favorecendo o fee-based justamente nos patamares em que a carteira se torna mais diversificada.

Os resultados mostram que o break-even se manifesta de forma mais clara nas carteiras moderadas. Nesses casos, a diversificação natural

do portfólio faz com que o ROA ponderado cresça de maneira relevante, pressionando o custo do commission-based. Nesse momento, a regressividade do fee-based, cuja alíquota deixa de ser 1,0% e passa a operar em níveis como 0,8% ou 0,7%, gera uma equivalência de custos e, em seguida, uma vantagem financeira. Em termos patrimoniais, isso ocorre aproximadamente entre R\$ 300 mil e R\$ 500 mil, faixa na qual o fee-based passa a superar o modelo comissionado em eficiência.

Em perfis agressivos, contudo, o break-even surge ainda mais cedo. Como essas carteiras possuem maior participação de renda variável, produtos internacionais, alternativos e instrumentos mais sofisticados, o ROA médio é superior, alcançando níveis como 1,37%. Esse ROA elevado aumenta significativamente o custo do commission-based mesmo em AUC menores. Por isso, já por volta de R\$ 300 mil, o fee-based tende a se tornar a alternativa mais barata, reforçando a ideia de que perfis mais arrojados são particularmente penalizados pelo modelo comissionado.

O comportamento oposto ocorre nas carteiras conservadoras. Devido à predominância de pós-fixados simples, renda fixa tradicional e títulos de menor risco, o ROA médio é mais baixo, em torno de 0,85%. Isso mantém o commission-based artificialmente competitivo por mais tempo, adiando o ponto de equilíbrio para faixas posteriores. Nesse caso, o break-even tende a ocorrer entre R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão, intervalo no qual a regressividade do fee-based finalmente supera o benefício de ROAs mais modestos em carteiras conservadoras. Somente nesse patamar de patrimônio o fee-based se torna de forma consistente a alternativa de menor custo anual.

A partir de R\$ 1 milhão, porém, o movimento se inverte de maneira definitiva. Independentemente do perfil, o fee-based passa a apresentar custo sistematicamente inferior. Isso ocorre porque as alíquotas do fee-based caem para níveis entre 0,60% e 0,50%, enquanto o commission-based permanece estável, condicionado aos ROAs que não diminuem com o aumento do patrimônio. Nesse sentido, o fee-based combina duas vantagens cruciais: menor custo marginal e maior previsibilidade temporal,

aspectos particularmente relevantes para investidores de maior porte e com carteiras mais sofisticadas.

Os resultados desta análise demonstram, portanto, que o break-even não deve ser visto como um valor único, mas como um intervalo sensível tanto ao risco quanto ao patrimônio investido. Quando o ROA cresce com a complexidade da carteira, o commission-based se torna progressivamente mais caro; quando o patrimônio cresce sob o fee-based, seu custo proporcional se reduz. O encontro dessas forças opostas determina o ponto de equilíbrio. Assim, compreender o break-even é essencial para decisões racionais de contratação, evitando que o investidor escolha um modelo exclusivamente pela percepção inicial de custo, sem considerar como suas características evoluirão ao longo do tempo.

4.6 Vantagens e Desvantagens dos Modelos de Remuneração

A comparação entre os modelos fee-based e commission-based não pode se restringir apenas ao custo relativo ou ao ponto de equilíbrio patrimonial. Como demonstrado na literatura e nos resultados empíricos deste estudo, cada modelo incorpora um conjunto próprio de incentivos, riscos, transparência e efeitos comportamentais que impactam a qualidade do aconselhamento financeiro e a eficiência da alocação de ativos ao longo do tempo.

Para sintetizar a análise qualitativa desenvolvida nos capítulos anteriores, incluindo regressividade, sensibilidade ao ROA, efeitos temporais, riscos de churning e alinhamento fiduciário, apresenta-se abaixo uma tabela comparativa abrangente. Ela organiza, de forma objetiva, os principais pontos fortes e fracos de cada modelo, considerando seus efeitos tanto para o investidor quanto para o assessor, bem como para a qualidade da carteira e para a dinâmica de longo prazo da relação entre as partes.

Critério	Fee-Based	Commission-Based
Transparência	Alta: custo explícito, percentual claro e previsível.	Baixa: comissões embutidas em produtos e pouca clareza do ROA.
Alinhamento de incentivos	Forte: remuneração independe do produto escolhido; menor risco de product-push.	Fraco: assessor é incentivado a priorizar produtos de ROA mais alto.
Conflitos de interesse	Reduzidos, pois não há remuneração atrelada à classe de ativo.	Elevados, especialmente em carteiras com produtos complexos.
Risco de churning	Baixíssimo, pois o ganho do assessor é recorrente.	Alto, devido ao ganho concentrado no momento da transação.
Suitability	Mais consistente: decisões não dependem de comissões.	Pode divergir do perfil se produtos de maior ROA forem priorizados.
Efeito temporal da receita	Recorrente e estável ao longo dos anos; incentiva relação de longo prazo.	Pontual e concentrado; incentiva giro de carteira e metas de curto prazo.
Custo para pequenos patrimônios	Desvantagem: taxa inicial elevada ($\approx 1\%$).	Vantagem: ROA baixo em carteiras simples gera custo menor.
Custo para grandes patrimônios	Forte vantagem: regressividade reduz custo percentual.	Desvantagem clara: ROA não diminui com o patrimônio.
Sensibilidade à composição da carteira	Baixa: custo não muda com complexidade da alocação.	Alta: quanto mais diversificada e arrojada, maior o custo.
Previsibilidade financeira	Elevada: o cliente sabe quanto paga todos os anos.	Baixa: custos variam conforme alocação, risco e giro.
Acesso inicial para investidores iniciantes	Pode ser menos acessível devido ao custo relativo inicial.	Altamente acessível para carteiras pequenas e simples.
Incentivo à diversificação	Muito favorável: diversificação não aumenta custo.	Desfavorável: diversificação tende a elevar o ROA ponderado.
Complexidade operacional	Baixa: contrato único e cobrança direta sobre o patrimônio.	Alta: múltiplas comissões, mecanismos de repasse e opacidade sistêmica.
Comportamento do assessor	Orientado ao longo prazo, manutenção e rebalanceamento racional.	Orientado ao curto prazo, metas comerciais e movimentações frequentes.

Benefício para perfis conservadores	Moderado: ganha força somente em maiores patrimônios.	Alto: ROA baixo torna modelo competitivo em pequenos patrimônios.
Benefício para perfis moderados/agressivos	Elevado desde o patrimônio intermediário (R\$ 300–500 mil).	Decrescente: ROA elevado penaliza fortemente o modelo.
Eficiência econômica global	Crescente conforme patrimônio e sofisticação aumentam.	Decrescente conforme carteira se torna mais complexa.

Figura 13 – Comparação dos modelos: Vantagens e Desvantagens.
 Fonte: Elaborado pelo autor.

5 CONCLUSÕES

O presente estudo teve como propósito analisar, sob a ótica do investidor, a eficiência econômica e o grau de alinhamento de incentivos dos modelos de remuneração fee-based e commission-based, considerando o papel do perfil de risco, da composição da carteira e do nível de patrimônio sob assessoria como fatores determinantes da evolução dos custos. A partir da integração entre revisão normativa, fundamentos teóricos da literatura de finanças e simulações empíricas baseadas em carteiras padronizadas, foi possível construir um quadro analítico robusto que orienta, de forma tecnicamente fundamentada, a escolha entre os modelos.

Os resultados mostram que a relação entre risco, patrimônio e custo não é estática, mas se transforma à medida que o investidor avança em sofisticação e acumulação patrimonial. Nos patamares iniciais, especialmente até R\$ 100 mil, o commission-based tende a oferecer menor custo anual, sobretudo em carteiras conservadoras compostas por produtos simples e de baixo ROA. Nesse estágio, apesar das limitações estruturais do modelo, sua acessibilidade financeira se mantém, ainda que acompanhada de riscos inerentes relacionados à natureza das comissões embutidas.

Porém, a partir da faixa que compreende aproximadamente R\$ 300 mil a R\$ 500 mil, observa-se uma mudança clara. O aumento natural da diversificação nas carteiras moderadas e agressivas eleva o ROA médio ponderado, encarecendo o commission-based, ao mesmo tempo em que a regressividade do fee-based reduz seu peso relativo. Esse ponto marca o início da vantagem econômica estrutural do fee-based para investidores que incorporam maior exposição ao risco. Entre R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão, essa vantagem torna-se sistemática: independentemente do perfil, o fee-

based passa a concentrar os menores custos proporcionais, graças à combinação entre sofisticação da carteira e redução progressiva da alíquota.

Quando o patrimônio ultrapassa R\$ 1 milhão, as diferenças entre os modelos tornam-se ainda mais evidentes. O fee-based opera em regime de economia de escala, entregando previsibilidade e estabilidade de custo, enquanto o commission-based permanece diretamente sensível à composição dos produtos, especialmente em carteiras que incluem multimercados, crédito estruturado, produtos internacionais e alternativas, classes que carregam naturalmente maiores ROAs. Nesse estágio, o fee-based não apenas se mostra mais econômico, mas também mais consistente e alinhado aos princípios fiduciários esperados pelo investidor de maior porte.

Em níveis patrimoniais superiores a R\$ 5 milhões, essa diferença se intensifica. Portfólios desse porte tendem a incorporar maior especialização, alocação global e produtos com estruturas de remuneração mais complexas. Enquanto tais características aumentam substancialmente o ROA do modelo comissionado, elevando o custo total, o fee-based mantém sua neutralidade em relação ao produto e a estabilidade percentual característica de sua tabela regressiva. Assim, a dominância financeira do fee-based se torna decisiva, refletindo uma estrutura de incentivos mais coerente com o horizonte patrimonial e com a complexidade analítica desses investidores.

Do ponto de vista metodológico, cabe destacar que essas conclusões ganham robustez adicional à medida que o custo efetivo do modelo commission-based foi calculado com base no ROA médio ponderado das carteiras, construído a partir dos pesos percentuais atribuídos a cada classe de ativo. Esse procedimento assegura que as diferenças observadas não resultem de estimativas abstratas, mas da própria estrutura financeira subjacente às carteiras analisadas, reforçando a validade empírica do estudo.

Sob a perspectiva comportamental e regulatória, os achados também dialogam com a literatura da teoria da agência. Enquanto o

commission-based concentra sua remuneração no ato da transação, favorecendo estratégias de curto prazo e potencializando riscos como product-push, mis-selling e churning, o fee-based distribui a receita ao longo do tempo, incentivando uma relação contínua e alinhada ao horizonte de longo prazo do investidor. Esse contraste confirma que o diferencial entre os modelos ultrapassa o custo direto e se manifesta na própria lógica de incentivo que orienta o comportamento do assessor.

Diante desse conjunto integrado de evidências, conclui-se que a escolha entre os modelos deve considerar não apenas o custo imediato, mas a forma como cada estrutura se comporta conforme o patrimônio cresce, a carteira se diversifica e o perfil de risco se torna mais sofisticado. O fee-based se demonstra superior naquilo que é essencial para o investidor: eficiência econômica crescente, estabilidade de custos, neutralidade técnica e maior aderência aos princípios fiduciários modernos. O commission-based, embora ainda funcional em contextos de baixa sofisticação e patrimônio reduzido, deixa de ser competitivo à medida que o investidor evolui em complexidade ou acumulação patrimonial.

Por fim, reconhece-se que o estudo apresenta limitações, como o uso de carteiras padronizadas, a análise centrada em uma única instituição e a ausência de séries históricas de performance comparativa. Pesquisas futuras podem expandir esse escopo, testar outros modelos de alocação, incorporar dados longitudinais e explorar fatores comportamentais que influenciam a escolha entre os modelos.

Em síntese, o trabalho demonstra que o fee-based constitui o modelo mais eficiente, estável e alinhado ao investidor contemporâneo, especialmente à medida que seu patrimônio cresce e sua carteira se torna mais complexa. Já o commission-based mantém utilidade limitada e pontual, restrita a investidores de entrada e portfólios simples. Com isso, o estudo cumpre seu objetivo central ao apresentar um referencial analítico claro, tecnicamente fundamentado e aplicável à tomada de decisão financeira no contexto atual do mercado brasileiro de assessoria de investimentos.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Código de Distribuição de Produtos de Investimento**. São Paulo, 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>. Acesso em: 10 ago. 2025.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Diretriz ANBIMA nº 10/2023 – Divulgação de Spreads**. São Paulo, 2023. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>. Acesso em: 10 ago. 2025.

ANCORD – Associação Nacional das Corretoras de Valores. **Certificação para Agentes Autônomos de Investimento**. São Paulo, 2024.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Programa de Qualificação Operacional – PQO**. São Paulo, 2024. Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 23 ago. 2025.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. **Investments**. 12. ed. New York: McGraw-Hill, 2021.

BORGES, R.; ROCHA, F. Conflito de interesses na recomendação de investimentos: evidências empíricas no mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 20, n. 2, p. 101–126, 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017**. Dispõe sobre consultoria de valores mobiliários. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 20 set. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Resolução CVM nº 178, de 14 de fevereiro de 2023**. Consolida normas referentes à consultoria e análise de valores mobiliários. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 20 set. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Resolução CVM nº 179, de 14 de fevereiro de 2023**. Dispõe sobre deveres fiduciários e conflitos de interesse. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 27 set. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021**. Dispõe sobre regras de suitability. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 27 set. 2025.

BRINSON, G.; HOOD, R.; BEEBOWER, G. Determinants of Portfolio Performance. **Financial Analysts Journal**, v. 42, n. 4, p. 39–44, 1986. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v42.n4.39>. Acesso em: 04 out. 2025.

CERULLI ASSOCIATES. **U.S. Intermediary Distribution 2023**. Boston: Cerulli Associates, 2023. Disponível em: <https://www.cerulli.com>. Acesso em: 04 out. 2025.

CFA Institute. **Self-Regulation in the Securities Markets**. Charlottesville: CFA Institute Research Foundation, 2021. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org>. Acesso em: 04 out. 2025.

CRESWELL, J.; CRESWELL, D. **Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approach**. 5. ed. Thousand Oaks: SAGE, 2018.

DELOITTE. **Investment Management Outlook 2024**. 2024. Disponível em: <https://www2.deloitte.com>. Acesso em: 12 out. 2025.

Disponível em: <https://www.ancord.org.br>. Acesso em: 06 set. 2025.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ILMANEN, A. **Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards**. Hoboken: Wiley, 2011.

ILMANEN, A. **Investing Amid Low Expected Returns**. Hoboken: Wiley, 2020.

INDERST, R.; OTTAVIANI, M. Misselling through agents. **American Economic Review**, v. 99, n. 3, p. 883–908, 2009.

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.

KPMG. **The Future of Wealth Management: Fee-based Advice**. 2022. Disponível em: <https://kpmg.com>. Acesso em: 03 set. 2025.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>. Acesso em: 12 out. 2025.

MENDES, A.; MACHADO, M. **A evolução da indústria de investimentos no Brasil após 2000**. Rio de Janeiro: FGV, 2016.

MISHKIN, F.; EAKINS, S. **Financial Markets and Institutions**. 9. ed. New York: Pearson, 2019.

MULLANEY, M. **The Rise of the Fiduciary Financial Advisor**. New York: Wiley, 2018.

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. **Financial Consumer Protection Policy Approaches in the Era of Digitalization**. Paris: OECD, 2022. Disponível em: <https://www.oecd.org>. Acesso em: 16 set. 2025.

PINHEIRO, A.; CYSNE, R. **Economia Brasileira Pós-1994**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

QIAN, E. Risk Parity and Diversification. **Journal of Investing**, v. 14, n. 3, p. 102–110, 2005.

QIAN, E.; ILMANEN, A.; HUA, R. **Active Risk and Asset Allocation**. CFA Research Foundation, 2007.

QUEIROZ, L. **Modelos de remuneração e eficiência na alocação de ativos**: um estudo exploratório. 2020. Dissertação (Mestrado em Economia) — Fundação Getúlio Vargas (FGV EESP), São Paulo, 2020.

ROCHA, C. **Assessoria de investimentos no Brasil**: desafios e perspectivas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 25, n. 4, p. 512–531, 2021.

SEC – Securities and Exchange Commission. **Investment Advisers Act of 1940 — Overview**. Washington, 2023. Disponível em: <https://www.sec.gov>. Acesso em: 29 set. 2025.

SEVERINO, A. J. **Metodologia do trabalho científico**. 23. ed. São Paulo: Cortez, 2016.

WORLD ECONOMIC FORUM. **Global Future of Financial Services**. Geneva, 2024. Disponível em: <https://www.weforum.org>. Acesso em: 16 ago. 2025.

XP INVESTIMENTOS. **Carteiras de Alocação para Pessoa Física – setembro 2025**. São Paulo: XP Inc., 2025.

XP INVESTIMENTOS. **Material Institucional – Alocação de Ativos.** São Paulo: XP Inc., 2025.

XP INVESTIMENTOS. **Material Institucional – Evolução do Modelo de Alocação.** São Paulo: XP Inc., 2024.