



Gestão de ativos

Assimetria de informação e perspetivas dos diversos tipos de entidades



Gestão de ativos

Assimetria de informação e perspetivas dos diversos tipos de entidades

Carlos A. Torroaes Albuquerque¹

Introdução

A expressão “gestão de ativos” é por si extremamente alargada para que não tenhamos de lhe dar um significado muito mais concreto no âmbito desta apresentação. Neste texto colocamo-nos no domínio da gestão de carteiras de investimento por conta de terceiros e das entidades gestoras sujeitas à disciplina das normas legais e regulamentares relativas aos instrumentos financeiros e respetivos mercados e à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)².

Se no Código do Mercado de Valores (CVM) se define a gestão de carteiras por conta de outrem, como um serviço ou atividade de investimento em instrumentos financeiros, já o regime jurídico dos organismos de investimento coletivo vai um pouco mais longe, logo no seu primeiro artigo, e define que estes organismos têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto do público, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de divisão de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes³.

¹ Economista. Membro do Conselho Orientador do Instituto dos Valores Mobiliários. Colaborador do Millennium bcp. Este artigo é produzido a título absolutamente pessoal e os seus pontos de vista responsabilizam apenas e exclusivamente o seu autor. Foi preparado com o objetivo de servir de apoio a uma sessão integrada no Curso de Pós Graduação em Direito dos Valores Mobiliários do Instituto dos Valores Mobiliários, da Faculdade de Direito de Lisboa. Agradeço os comentários efetuados a uma versão muito preliminar pelos Srs. Drs. Júlio Elvas Pinheiro e Pedro Simões e que foram de extrema utilidade. Obviamente que não lhes pode ser imputada qualquer responsabilidade nos erros ou omissões que porventura subsistam no texto.

² Entidades que exerçam as atividades de investimento previstas no artigo 290º, nº1, alínea c) do Código dos Valores Mobiliários (CVM) e do artigo 1º do Dec. Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho relativo ao Regime jurídico dos organismos de investimento coletivo.

³ Dec.-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, Artigo 1.º, Âmbito de aplicação e definições:

“1 — O presente diploma regula as instituições de investimento colectivo, adiante designadas «organismos de investimento colectivo», ou abreviadamente OIC.

2 — Consideram -se OIC as instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento colectivo de capitais obtidos junto do público, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de divisão de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes.

3 - ...”

Quer a gestão de ativos, neste conceito, se coloque na perspetiva individual - a gestão de carteiras não unitarizadas⁴ – quer na perspetiva coletiva – a gestão de organismos de investimento coletivo – existem questões muito importantes na sua análise. Do ponto de vista económico, estas questões costumam enquadrar-se no designado problema do relacionamento entre o agente e o principal. No caso, o agente é aquele que profissionalmente pratica as atividades de gestão e o principal o proprietário desses ativos, no todo ou em parte.

O tema tem inúmeras possibilidades de abordagem. A abordagem jurídica, normalmente enquadrada nos problemas do mandato⁵ e dos deveres do mandatário face ao mandante.

Em termos puramente financeiros, as questões fundamentais colocam-se na análise das técnicas utilizadas na gestão dos ativos que são colocados à guarda do agente e aos resultados da sua gestão, em termos de rendibilidades obtidas ou de objetivos de investimento alcançados, normalmente a partir de elementos de comparação com investimentos ou estratégias alternativas.

Em termos económicos, a relação de negócio que se estabelece entre o agente e o principal só faz sentido na medida em que aquele tem alguma vantagem comparativa nas atividades que o principal lhe solicita pratique em seu nome ou, pelo menos, por sua conta⁶. Porém, é claro que a

⁴ Considerando que a carteira é propriedade normalmente de uma única entidade. Porém se for propriedade de uma pluralidade de entidades ou indivíduos, a sua titularidade não é representada por partes com circulação autónoma.

⁵ Nos termos do artigo 1157º do Código Civil, o mandato é o contrato pelo qual uma das partes se obriga a praticar um ou mais atos jurídicos por conta de outrem. No caso concreto da gestão de ativos, muitos dos atos praticados pelo gestor – o mandatário – por conta do investidor – o mandante – extravasam muito o âmbito dos atos jurídicos e poder-se-ia entender que ficariam fora do contrato de mandato que se estabelece entre as partes. Porém, se por um lado o parágrafo 4 do número 3 do artigo 1º do Decreto-lei nº 164/94, de 4 de Junho, refere que “... a gestão de carteiras é exercida com base em mandato escrito...”, por outro, o artigo 1155º do Código Civil explicita que “O mandato, o depósito e a empreitada (...) são modalidades do contrato de prestação de serviço”. Será porventura disto que trata o serviço de gestão de carteiras: um contrato de prestação de serviços, como figura mais lata na qual poderá surgir a prática de atos jurídicos, próprios do mandato. A discussão não é absolutamente relevante no âmbito do texto e pode ser, de algum modo, elemento de análise por parte de juristas interessados na matéria. Nota efetuada a partir de um comentário do Sr. Dr. Júlio Elvas Pinheiro.

⁶ Um interessante discurso de Sparrt, Chester S., Chief Economist and Director do Office of Economic Analysis da U. S. Securities and Exchange Commission, designado de “Conflicts of Interest in Asset Management” efetuado em 12 de Maio de 2005 descreve com muito interesse e simplicidade toda a problemática do problema do agente – principal na perspetiva dos conflitos de interesses que se estabelecem na sua atuação. Seguiremos muito de perto as notas deste discurso, nesta parte e na próxima deste trabalho.



sua ação se deve desenvolver sempre no integral interesse do principal e o pagamento que este efetua ao agente deverá ter em consideração este facto.

Resultam, assim, problemas a diversos níveis, designadamente:

- ao nível da forma como o interesse do principal é comunicado ao agente e como este o entende;
- ao nível da forma com o agente desempenha as tarefas para que foi contratado, independentemente da forma como entendeu os seus objetivos;
- ao nível do modelo de comunicação que o agente e o principal encontram para se relacionarem ao longo da duração do seu contrato;
- ao nível do modelo de remuneração que é definido para pagamento das atividades do agente;
- ao nível da resolução de eventuais divergências que possam resultar do relacionamento entre as partes; e
- especificamente nos mercados financeiros, ao nível dos mecanismos de constituição da atividade, de regulação e de supervisão de todo o relacionamento.

Vamos, assim, tentar debater um pouco as questões que se colocam no relacionamento entre o agente e o principal na atividade de gestão de ativos individual – a designada gestão de carteiras – e na gestão de ativos coletiva – a gestão dos organismos de investimento coletivo.

Na primeira parte identificaremos as entidades que se dedicam em Portugal à gestão de ativos sob a supervisão da CMVM, de forma a delimitar o âmbito subjetivo da análise. Na segunda, enunciaremos, em forma muito resumida, as principais características que se assume estarem presentes na definição dos mercados eficientes e da constituição de carteiras eficientes, nos mercados financeiros. Na terceira parte será discutido o problema da relação agente-principal e as suas principais características, do ponto de vista económico. De seguida, nas partes quarta e quinta enunciaremos dois modelos extremos que podemos encontrar, em termos teóricos, na gestão de carteiras: um modelo virtuoso e um modelo vicioso, bem como, com a extensão possível, as questões que se colocam em ambos os modelos e a resposta da regulação a cada um deles. Finalmente, e como é sempre normal, meia dúzia de conclusões e meia dúzia de interrogações que permanecem sempre por resolver nas condicionantes práticas da atividade.



I. Gestão de ativos: as diversas entidades

Existe um número significativo de entidades que podem exercer a atividade de gestão de ativos por conta de terceiros, quer através de carteiras de natureza individual, quer coletiva.

Em Portugal não vigoram regras de separação institucional entre entidades que podem gerir ativos de conta própria e entidades que gerem ativos de conta de terceiros. Ainda que tal segregação exista, em parte, a nível de entidades individualmente consideradas, na prática os grupos financeiros incluem no seu seio todo o tipo de entidades, pelo que na realidade a segregação é frequentemente mais formal do que real.

Nos termos do artigo 290º do Código dos Valores Mobiliários (CVM), nº 1, Alínea c), a atividade de gestão de carteiras por conta de outrem integra o cardápio das atividades de intermediação financeira sujeitas à disciplina do CMV, tal como a atividade de gestão de instituições de investimento coletivo, por via da Alínea c), do nº 1 do Artigo 289º do mesmo diploma legal.

Por outro lado, articulando estas normas com o elenco de entidades sujeitas à supervisão da CMVM, nos termos do artigo 359º do CVM e no âmbito das atividades relativas a instrumentos financeiros, encontramos então as seguintes entidades que poderemos abranger no domínio alargado de entidades que exercem funções de gestão de ativos:

- Os intermediários financeiros que prestam o serviço de gestão de carteiras por conta de outrem:
 - As instituições de crédito;
 - As sociedades gestoras de patrimónios;
 - As sociedades financeiras de corretagem;
 - As sociedades corretoras;
 - As sociedades gestoras de instituições de investimento coletivo;
- As sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos;
- As sociedades de capital de risco, enquanto gestoras de fundos de capital de risco;
- As entidades que se proponham a celebrar ou mediar contratos de seguro ligados a fundos de investimento ou a comercializar contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos, no âmbito das atividades relativas a instrumentos financeiros.



Não se incluem nas entidades acima enunciadas as sociedades gestoras de fundos de pensões fechados, que não se encontram sujeitas à supervisão da CMVM mas cuja atividade, em termos económicos, não se distingue muito substancialmente da gestão de carteiras de natureza coletiva, pelo menos quanto às técnicas financeiras e aos deveres de natureza fiduciária.

Podemos agrupar os diversos tipos de entidades de acordo com a sua atividade principal e os respetivos destinatários dos serviços prestados.

As instituições de crédito praticam em especial a gestão de ativos por conta de terceiros de natureza individual, geralmente para clientes particulares de património mais elevado, nas suas redes de private banking. Por norma, não exercem este tipo de atividade diretamente para outros tipos de investidores que procuram entidades com maior nível de especialização.

As sociedades financeiras de corretagem e as sociedades corretoras⁷, prestam serviços de gestão de ativos por conta de terceiros de natureza semelhante às instituições de crédito.

⁷ Decreto-Lei nº 262/2001, de 28 de Setembro, com a redação do Alterado pelo Decreto-Lei nº 357-A/2007, de 31 de Outubro.

Artigo 2.º

Objecto das sociedades corretoras

1 - As sociedades corretoras têm por objecto a prestação dos serviços e actividades referidas nas alíneas a), b), c) e f) do nº 1 do artigo 290.º do Código dos Valores Mobiliários e a colocação sem garantia em oferta pública de distribuição referida na alínea d) do mesmo artigo..

2 - O objecto das sociedades corretoras compreende ainda os serviços e actividades indicados nas alíneas a) e c) do artigo 291.º do Código dos Valores Mobiliários, bem como quaisquer outros cujo exercício lhes seja permitido por portaria do Ministro responsável pela área das finanças, ouvidos o Banco de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Artigo 3.º

Objecto das sociedades financeiras de corretagem

1 - As sociedades financeiras de corretagem têm por objecto a prestação dos serviços e actividades referidos no nº 1 do artigo 290.º do Código dos Valores Mobiliários

2 - Incluem-se ainda no objecto das sociedades financeiras de corretagem os serviços e actividades indicados no artigo 291.º do Código dos Valores Mobiliários, bem como quaisquer outros cujo exercício lhes seja permitido por portaria do Ministro responsável pela área das finanças, ouvidos o Banco de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Código dos Valores Mobiliários

Artigo 290.º

Serviços e actividades de investimento

1 - São serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros:

a) A recepção e a transmissão de ordens por conta de outrem;



Porém, nestes casos, dada a sua especialização em mercados bolsistas os investidores procuram o serviço especializado de investimento em instrumentos negociados em mercados organizados e com um âmbito mais alargado, quer em termos de tipos de instrumentos, quer em termos de horizontes geográficos. Nestas entidades, em geral, constituem-se carteiras com um perfil de investimento de maior risco, pela introdução de instrumentos mais complexos, e de maior diversificação internacional, pelo recurso a mercados de praças estrangeiras.

As sociedades gestoras de patrimónios⁸ gerem carteiras de investidores de todas as categorias e com diversos níveis de perfil de risco associado. Por um lado, e em função mesmo dos seus níveis

b) A execução de ordens por conta de outrem;

c) A gestão de carteiras por conta de outrem;

d) A tomada firme e a colocação com ou sem garantia em oferta pública de distribuição;

e) A negociação por conta própria;

f) A consultoria para investimento;

g) A gestão de sistema de negociação multilateral.

2 - A recepção e transmissão de ordens por conta de outrem inclui a colocação em contacto de dois ou mais investidores com vista à realização de uma operação.

Artigo 291.º

Serviços auxiliares

São serviços auxiliares dos serviços e actividades de investimento:

a) O registo e o depósito de instrumentos financeiros, bem como os serviços relacionados com a sua guarda, como a gestão de tesouraria ou de garantias;

b) A concessão de crédito, incluindo o empréstimo de valores mobiliários, para a realização de operações sobre instrumentos financeiros em que intervém a entidade concedente de crédito;

c) A elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros;

d) A consultoria sobre a estrutura de capital, a estratégia industrial e questões conexas, bem como sobre a fusão e a aquisição de empresas;

e) A assistência em oferta pública relativa a valores mobiliários;

f) Os serviços de câmbios e o aluguer de cofres-fortes ligados à prestação de serviços de investimento;

g) Os serviços e actividades enunciados no n.º 1 do artigo 290.º, quando se relacionem com os activos subjacentes aos instrumentos financeiros mencionados nas subalíneas ii) e iii) da alínea e) e na alínea f) do n.º 1 do artigo 2.º

⁸ Dec.-Lei n.º 164/94, de 4 de Junho

Artigo 1.º

Objecto

1 - As sociedades gestoras de patrimónios, adiante designadas abreviadamente por sociedades gestoras, são sociedades anónimas que têm por objecto exclusivo o exercício da actividade de administração de conjuntos de bens, que se designam por carteiras para os efeitos do presente diploma, pertencentes a terceiros.

2 - Para além da actividade referida no número anterior as sociedades gestoras poderão ainda prestar serviços de consultoria em matéria de investimentos.



de especialização estratégica de negócio, constituem-se nestas entidades carteiras de investidores individuais não qualificados, carteiras de investidores qualificados e, numa ótica de aconselhamento de gestão, carteiras de natureza coletiva geridas por outras categorias de entidades.

3 - A gestão de carteiras é exercida com base em mandato escrito, celebrado entre as sociedades gestoras e os respectivos clientes, que deverá especificar as condições, os limites e o grau de discricionariedade dos actos na mesma compreendidos

4 - As sociedades gestoras remeterão à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, previamente à sua utilização, os modelos de contratos tipo que pretendam utilizar no exercício da sua actividade.

As sociedades gestoras de organismo de investimento coletivo⁹ dedicam-se fundamentalmente à administração e gestão de fundos de investimento abertos e fechados, dos diversos tipos permitidos na legislação nacional. Dada a possibilidade de gestão discricionária de carteiras, resultante da nova disciplina legal estabelecida pelo Dec. Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, encontram-se em determinados grupos financeiros entidades com a designação de “gestoras de ativos” que integram no seu seio a gestão de organismos de investimento coletivo e a gestão discricionária de carteiras, quer por conta de sujeitos particulares, investidores não qualificados, quer por conta de investidores institucionais, classificados como investidores qualificados nos termos legais.

⁹ Regime legal dos organismos de investimento coletivo, na versão que lhe foi conferida pelo Dec.-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho.

Artigo 31.º

Objecto social das sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário

1 - As sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário têm por objecto principal a actividade de gestão de um ou mais OIC.

2 - No exercício das suas funções, compete à entidade gestora, designadamente:

a) Praticar os actos e operações necessários à boa concretização da política de investimento, em especial:

i) Seleccionar os activos para integrar os OIC;

ii) Adquirir e alienar os activos dos OIC, cumprindo as formalidades necessárias para a válida e regular transmissão dos mesmos;

iii) Exercer os direitos relacionados com os activos dos OIC;

b) Administrar os activos do OIC, em especial:

i) Prestar os serviços jurídicos e de contabilidade necessários à gestão do OIC, sem prejuízo da legislação específica aplicável a estas actividades;

ii) Esclarecer e analisar as reclamações dos participantes;

iii) Avaliar a carteira e determinar o valor das unidades de participação e emitir declarações fiscais;

iv) Observar e controlar a observância das normas aplicáveis, dos documentos constitutivos dos OIC e dos contratos celebrados no âmbito dos OIC;

v) Proceder ao registo dos participantes;

vi) Distribuir rendimentos;

vii) Emitir e resgatar unidades de participação;

viii) Efectuar os procedimentos de liquidação e compensação, incluindo enviar certificados;

ix) Conservar os documentos;

c) Comercializar as unidades de participação dos OIC que gere.

3 - As sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem também comercializar, em Portugal, unidades de participação de OIC geridos por outrem, domiciliados ou não em Portugal.

4 - Em cumulação com a actividade de gestão de OICVM harmonizados, as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem ser autorizadas a exercer as seguintes actividades:

a) Gestão discricionária e individualizada de carteiras por conta de outrem, incluindo as correspondentes a fundos de pensões, com base em mandato conferido pelos investidores, a exercer nos termos do Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de Junho, desde que as carteiras incluam instrumentos financeiros enumerados na secção C do anexo da Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril;

b) Consultoria para investimento relativa a activos a que se refere a alínea anterior;

c) Registo e depósito de unidades de participação de OIC.

5 - As sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário só podem ser autorizadas a exercer as actividades referidas nas alíneas b) ou c) do número anterior se estiverem autorizadas para o exercício da actividade referida na alínea a) do mesmo número.

6 - As sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem ser autorizadas a exercer as actividades de:

a) Gestão de fundos de capital de risco, nos termos do Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro; e

b) Gestão de fundos de investimento imobiliário, nos termos do Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março.

O quadro seguinte esquematiza em termos muito gerais as principais atividades desenvolvidas na atualidade pelos diversos tipos de gestores de ativos, na sua atividade quotidiana.

Atividades normalmente desenvolvidas pelos diversos tipos de entidades

Tipos de Entidades	Carteiras individuais		Carteiras coletivas	
	Investidores não qualificados	Investidores qualificados	De natureza aberta	De natureza especial
Instituições de crédito	■			
Sociedades financeiras de corretagem	■	■		
Sociedades corretoras	■	■		
Sociedades gestoras de patrimónios			■	■
Sociedades gestoras de fundos de investimento	■	■	■	
Sociedades gestoras de fundos de pensões			■	■
Sociedades gestoras de fundos de titularização de crédito				
Sociedades gestoras de fundos de capital de risco				■

As zonas a negro correspondem, em geral, às atividades fundamentais que cada um dos tipos de entidade desenvolve no domínio da gestão de ativos por conta de terceiros. Nas zonas sombreadas a cinzento, exemplificam-se algumas atividades que, em geral de forma acessória, as mesmas entidades exercem.

No decurso deste trabalho interessa-nos equacionar o relacionamento que se estabelece entre o gestor e o investidor – o agente e o principal, respetivamente – especialmente no que respeita aos deveres do primeiro relativamente ao segundo e aos mecanismos deste sobre aquele. Por questões de focalização, vamos concentrar a análise relativamente aos investidores que se consideram “não qualificados” o que significa que nos debruçaremos relativamente à gestão de carteiras de natureza individual e à gestão de carteiras de natureza coletiva disponíveis para a generalidade dos investidores – os organismos de investimento coletivo abertos.



Uma nota relativamente aos outros tipos de entidades e instrumentos. As questões que se colocam aos investidores “não qualificados”, no âmbito do problema da relação agente principal, podem ser idênticos àquelas que se colocam nos restantes tipos de investimentos em que se manifestem relações jurídicas do tipo de mandato. A limitação de âmbito que referimos não acrescenta especial diferença à análise a efetuar, mas apenas focaliza os eventuais exemplos e referências legais e regulamentares, por facilidade de exposição. Por outro lado, é fácil aceitar que os investidores “qualificados” terão, em princípio, outro tipo de meios de defesa e monitorização dos interesses e motivações em causa nos relacionamentos no âmbito do contrato. Assim pode ser aceite que os relacionamentos entre os intermediários financeiros gestores de ativos e os investidores qualificados ou contrapartes podem não integrar um dos aspetos fundamentais do problema agente-principal, como seja a vulnerabilidade do principal face ao agente.¹⁰

Não se abrange normalmente a “consultoria” ou “aconselhamento” de investimento, no conceito de atividades em que existe uma relação fiduciária do tipo agente-principal. Na realidade, em termos estritamente jurídicos, as relações contratuais que se estabelecem entre o sujeito que presta o serviço e o sujeito a quem o serviço é prestado não têm a natureza de mandato, pelo que não se pode afirmar, *strictu sensu*, existir um verdadeiro problema agente-principal neste tipo de serviço, se aceitarmos que este relacionamento implica a transferência do poder de decidir. Tal não pode, porém, ser absolutamente considerado como tal, do ponto de vista económico, na medida em que muitas vezes estes serviços são a efetiva base de tomada de decisão dos investidores, pouco capazes de apreciar criticamente os conselhos recebidos pela sua natureza muito especializada e complexa. Por outro lado, anda que os conselhos de investimento não tenham o poder de decidir, têm pelo menos o poder de influenciar as decisões. E, por este motivo, muitas das questões que se colocam no problema agente-principal podem também ter lugar no âmbito das atividades de aconselhamento de investimento¹¹.

¹⁰ Ver, por exemplo, Tuch, Andrew F., “*Conflicted Gatekeepers: The Volcker Rule and Goldman Sachs*”, Discussion Paper No. 37, 4/2011, Harvard Law School, Cambridge, Massachusetts, USA, pág. 4. Pode ser obtido em: The Harvard John M. Olin Fellow’s Discussion Paper Series http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/

¹¹ Ver, por exemplo, Tamar Frankel, “*Fiduciary Duties of Brokers-Advisers-Financial Planners and Money Managers*”, Boston University School of Law Working Paper No. 09-36 (August 10, 2009 and Revised February 17, 2010): “2. *Advisers Are Fiduciaries under Current law*”

II. Mercados, investimentos, investidores e carteiras de investimento¹²

Os paradigmas fundamentais da análise económica, e das teorias do equilíbrio, relevam da natureza racional e eficiente dos mercados e do comportamento dos consumidores nas suas tomadas de decisão.

A teoria da escolha racional tem subjacente a ideia de que os investidores, nos seus atos de escolha – as suas decisões de natureza financeira –, têm preferências bem definidas, conseguem objetivar as várias combinações de bens que cabem nas suas restrições orçamentais, dados os preços, e encontram de entre aquelas combinações a que melhor satisfaz as suas preferências, quer dizer, as que lhes trazem maior utilidade. De um lado temos as restrições orçamentais, do outro o conjunto de oportunidades de investimento e, no vértice de todo o sistema, a utilidade marginal do consumidor – e no caso, a sua propensão ao risco - e a sua capacidade subjetiva de a quantificar e cotejar entre conjuntos ordenados de bens.

Na realidade tal como nas decisões de investimento, citando Merton (1993)¹³ “... é conveniente olhar para a decisão de investimento das famílias como compreendendo duas partes: (a) a escolha “consumo-investimento” na qual os indivíduos decidem qual a parte do rendimento e do património vai ser destinado a consumo corrente e qual a parte que vai ser poupada para consumo futuro; e (b) a “seleção do portfólio” em que os investidores decidem como distribuir as poupanças pelas oportunidades de investimento disponíveis”.

Clients must rely on advisers. B/ds' and advisers' powers can be abused. Regardless of how their fees are structured (fixed amounts, hourly rates, or percentage of the amount under consideration), advisers are fiduciaries. Advisory services do not necessarily include entrustment of property, but they include entrustment of power to act on behalf of clients or the power, like any other expert power, to affect the investment decisions of the clients. In that case, the clients entrust to the advisers the power to decide how to invest the clients' assets, although they may reserve the power to overrule the advice. Thus, even when they make the ultimate decision, clients must rely on advisers.

Advice, whether paid directly or by brokerage, is a fiduciary service. Like physicians and lawyers, investment advisers should know what they recommend—whether by selling or directing others to trade.

Persons who recommend as salespersons particular investments must understand what they are selling. That is because the clients do not. Regardless of how their fees are structured (fixed amounts, hourly rates, or percentage of the amount under consideration), advisers are fiduciaries. B/ds are close or similar to fiduciaries.”

¹² Transcrição, com adaptações, de Albuquerque (2002), páginas 13 a 16.

¹³ Página 16.



Nos mercados financeiros confrontam-se dois tipos de decisões: as decisões de “consumo-investimento” e as decisões de “produção-investimento” das empresas. Uma e outras pretendem-se, igualmente, racionais. Deixemos, porém, estas últimas e voltemos às primeiras, que interessam ao decorrer deste texto, não sem antes referir que todo este processo de interação entre tipos diferentes de decisão (famílias versus empresas e empresas versus famílias) decorre, para que exista equilíbrio, no pressuposto de que os preços dos ativos financeiros negociados nos mercados são justos e não geram perdas ou ganhos anormais para cada uma das partes. Ou, de outro modo, no pressuposto de que nos mercados financeiros vigora o princípio fundamental de que o comportamento dos preços deve ser tal que – na hipótese de eficiência – a especulação será um “fair game” e, em resultado, os lucros anormais¹⁴ esperados por um especulador - acima da rendibilidade de equilíbrio – serão iguais a zero.

Na realidade, a atividade dos mercados financeiros e os modelos de avaliação dos ativos são, na sua análise teórica, suportados pelo paradigma do equilíbrio (o preço “justo”) e pela teoria dos mercados eficientes que o suporta. Mercados eficientes que, segundo Fama (1965) são aqueles em que “... os preços ‘refletem completamente’ e em permanência a informação disponível...”¹⁵.

Começamos quase pelo princípio. Continuando com Fama (1965), as condições “suficientes” para que um mercado seja eficiente são:

- i. a inexistência de custos associados às transações dos valores mobiliários;
- ii. a existência de toda a informação toda a informação sobre os valores mobiliários, fornecida sem quaisquer custos a todos os participantes do mercado;
- iii. a concordância generalizada das implicações da informação disponível sobre os preços dos valores mobiliários e das distribuições futuras dos preços de cada valor mobiliário (ou seja, as expectativas são homogêneas entre os agentes de mercado);

¹⁴ Entende-se a expressão “lucro anormal” como significando os resultados obtidos por uma das partes acima da rendibilidade de equilíbrio. Nestas circunstâncias, o negócio não será justo, do ponto de vista do mercado.

¹⁵ Fama, 1976, pág. 134.



Pouco satisfeito com estas condições, Merton (1993), ainda lhes acrescenta a negociação em contínuo, como suporte ao desenvolvimento dos modelos de avaliação mais sofisticados¹⁶, etiquetando mesmo a sua teoria com o rótulo de um paradigma do super mercado-perfeito.

As condições acima referidas, sendo “suficientes”, não são absolutamente “necessárias”, segundo Fama (1965). Ainda que, continua o mesmo autor, existam alguns custos de transação, ainda que nem todos os investidores tenham acesso a toda a informação e ainda que também não sejam completamente homogêneas as suas expectativas, tal não significa que os mercados sejam, desde logo, ineficientes, mas apenas que existem muitas fontes potenciais para que o sejam. Em consequência, todo o trabalho empírico de análise terá como maior objetivo encontrar os desvios entre o comportamento real dos mercados e o padrão de eficiência que subjaz a um mercado perfeito, com preços justos e investidores em equilíbrio.

Olhando para cada uma daquelas características, que simplifiquemos com as expressões “gratuidade”, para a primeira, “informação”, para a segunda, e “homogeneidade”, para a última, procuraremos discuti-las um pouco mais, não só quanto ao seu significado, eventualmente ontológico, como também quanto às consequências de uma visão individualizada ou agregada.

Diga-se, seguindo Fama (1976, Capítulo 5), que ao procurar verificar a eficiência dos mercados, através de hipóteses testáveis, o mundo é moldado em termos extremamente simples e as pessoas, num tempo, olham para os ativos e procuram determinar o seu valor e, no tempo seguinte, transacionam esses ativos com base naqueles valores. Não significa tal abordagem que todos os investidores tenham uma opinião idêntica sobre os ativos que transacionam, mas que “...o que efetivamente temos presente, contudo, é um mercado onde existe realmente desacordo entre os investidores, mas onde a força do julgamento comum é suficiente para produzir um ajustamento ordenado de preços às novas informações”¹⁷.

¹⁶ Que, por utilizarem normalmente processos estocásticos subjacentes aos modelos de avaliação, integram o tempo como uma variável fundamental e, em consequência, a negociação em contínuo como pressuposto de não violação da continuidade do modelo.

¹⁷ Fama, 1976, pág. 168, “what we really have in mind, however, is a market where there is indeed disagreement among investors but where the force of common judgment is sufficient to produce an orderly adjustment of prices to new information”



Porventura estaremos agora em presença de uma condição prévia àquelas acima enunciadas e que poderá advir dos requisitos básicos para o funcionamento do “common judgement” (quantidade mínima de operações, por exemplo)¹⁸.

A gratuidade será uma das características que mais facilmente se pode encontrar nos mercados¹⁹. Apesar de existirem sempre custos de transação, os últimos anos assistiram a um salto extremamente importante na concorrência e no acesso quase direto aos mercados por parte dos investidores, de tal forma que os preços são hoje tão baixos que quase irrelevantes no contexto dos maiores negócios. Mercados existem mesmo em que praticamente não existem custos de transação marginais, dada a existência e manutenção da infraestrutura (material e humana) que os suporta²⁰.

O conjunto de informações que tem implicação direta ou indiretamente no valor dos ativos financeiros, num tempo de globalização e inter-relação económica entre todos, é hoje praticamente incomensurável e (para um humano) ilimitado. Desde o conjunto de factores que diretamente se referem à empresa e seu ambiente externo mais próximo, até aos grandes acontecimentos internacionais que, pelo menos indiretamente, a afectam através das implicações sistemáticas vai uma amplitude que, só em pequena escala, cabe na mão de um qualquer investidor privado ou institucional. É então, completamente impossível encontrar, de facto, satisfeita a condição de “informação”.

Já quanto ao pressuposto da homogeneidade de expectativas de todos os agentes de mercado, tal só seria realizável, na prática, se se anulasse a singularidade de cada indivíduo, a inibição dos seus traços de cultura, a mitigação das suas respostas criativas e únicas e, em suma, a negação da sua própria liberdade. Num universo de expectativas homogêneas, os comportamentos teriam uma

¹⁸ “Where competitive institutions do not seem to exist, as defined by some independently derived structural criteria (e.g., number of firms in an industry, concentration ratios, etc.), there emerges a normative argument for direct intervention with voluntary exchange process as a means of moving results toward the externally derived allocative norm or ideal. Small number bargaining settings (bilateral monopoly, isolated exchanges, locationally specific assets) necessarily fail to guarantee efficiency due to the presence of incentives for strategic behavior. Governmental action in monitoring the bargains struck in all such settings seems a normative consequence of the analysis”, Buchanan, “Rights, Efficiency, and Exchange: The Irrelevance of Transaction Cost”, in Medema, 1995

¹⁹ Numa perspectiva marginal e sem ter em conta eventuais externalidades.

²⁰ O mercado cambial interbancário é exemplo notório.



natureza de espécie e não de indivíduo e a lógica do individualismo metodológico em que assenta toda a teoria neoclássica perde qualquer sentido, pois corresponde a afirmar que todos os investidores partilham em comum e sem exceção de uma distribuição ex-ante dos rendimentos futuros que cada ativo pode gerar.

Porém, se relembarmos com maior rigor que o próprio Fama (1965), assume a irrealidade dos pressupostos e que o objectivo mais importante da teoria dos mercados eficientes é a verificação empírica dos desvios dos mercados face à situação óptima, concluímos que as condições passam a conclusões e a teoria dos mercados eficientes não será mais que o modelo normativo de investigação das suas próprias condições. Relativamente aos investimentos, a teoria encontra, igualmente, um modelo normativo para a constituição racional de carteiras de investimento nas designadas teorias de portefólio e de diversificação aleatória ou baseada nos modelos de correlação.

São três ou quatro princípios muito simples subjacentes aos modelos normativos dos investimentos e que poderíamos resumir:

- na aceitação dos princípios da eficiência dos mercados, pelo menos do ponto de vista normativo;
- na aceitação de que as rendibilidades dos ativos financeiros dependem de dois fatores de risco diferentes: um fator de risco inerente ao próprio mercado – o designado risco sistémico - e um fator associado às características do ativo financeiro em si, não dependente do mercado – o designado risco específico - ;
- na constatação de que existe um efeito de diversificação de que resulta, por si só, que a soma de vários ativos numa carteira faz reduzir o risco específico na rendibilidade final da carteira, de tal modo que, sem mais custos, o risco fica reduzido ao risco sistémico;
- na constatação de que, devido ao efeito de diversificação, os mercados não têm preço para o risco específico;
- na constatação de que a redução do risco é tanto mais expressiva, num ato de diversificação, quanto menor for a correlação estatística entre as rendibilidades dos ativos individuais em causa.

Destes princípios resultam inúmeras metodologias de gestão do investimento, sempre com o mecanismo da diversificação como elemento normativo fundamental. Encontramos os gestores



passivos e os gestores ativos. Encontramos os gestores agressivos e os gestores conservadores. Encontramos os gestores que cobrem as suas posições e aqueles que nunca utilizam instrumentos de cobertura. Os hedge funds e os fundos mais normalizados. Os gestores de ativos de crescimento e os gestores de ativos de rendimento. E mais uma panóplia de tipologias de investimento, individuais ou coletivas, que não têm fim na linguagem comercial e de marketing das instituições financeiras e nas entidades especializadas.

Podemos, nesta perspetiva, ver a atividade de cada gestor segregada em dois níveis. Por um lado, na lógica meramente passiva, o gestor pode constituir uma carteira diversificada que se assemelhe ao mercado e, desta forma, sem mais atos de gestão, obter para o seu principal, a rendibilidade que o mercado, como um todo, gera. E, tendo presente esta perspetiva como o modelo básico de gestão de ativos, todos os restantes mecanismos se devem comparar em este. Quer dizer, a prazo, a gestão de ativos e a gestão de risco só deveria ser premiada se o gestor tivesse a capacidade de gerar, com os seus atos e decisões, um nível de rendibilidade superior àquele que o gestor passivo obtém, através da gestão da parte do risco que extravasa o risco de mercado.

A diversificação pode assumir múltiplas formas, na gestão de uma carteira de instrumentos. Pode ser efetuado por diferentes ativos de uma mesma tipologia ou de tipologias diferentes. Pode ser por sectores de atividade, por dimensão de empresas, por características financeiras ou ainda por áreas geográficas e países, por exemplo. Do ponto de vista da análise do resultado da gestão, a cada modelo de investimento e a cada perspetiva de diversificação, deveria corresponder um modelo de mercado – o mercado de referência – que correspondesse à carteira de investimento passiva e servisse de base de comparação para os resultados finais da gestão.

Não cabe neste texto a discussão do paradigma racional que está subjacente a todos estes princípios, nem tão pouco as objeções que lhes têm sido imputadas. Porém, valerá a pena apenas referir que a teoria neoclássica, de que são tributárias teorias que antes temos referido, é uma teoria de decisão que se baseia muito nos modelos de maximização sujeitos às restrições que enunciámos, utilizando um estereótipo de individualismo metodológico e um conjunto quase ilimitado e indispensável de formulações matemáticas, em que a previsão é um dos instrumentos

que deliberadamente se procuram no sentido de se anteciparem os resultados²¹. Ao contrário, as correntes que abordam os fenómenos de mercado na perspetiva subjetivista e individualista, encaram todo o processo de uma forma dinâmica e, além de apreciações qualitativas e de tentativas de identificação de tendências, aceitam a impossibilidade da previsão e a ineficiência das decisões tomadas em ambientes de racionalismo matemático²².

O assunto nem é recente nem resulta especialmente da última crise económica em que os erros de previsão foram extremamente realçados e verificados. Aliás, a telhe de foice, questionamos de os erros de previsão são em si algo de especialmente importante ou se, ao contrário, não será de questionar aqueles que dão às previsões o valor irrefutável da adivinhação, como se em qualquer modelo social fosse possível antecipar o futuro e as suas consequências.

A título de curiosidade, já Keynes referia que “O facto que mais vale a pena destacar é a precaridade extrema das bases de conhecimento em que se baseiam os nossos cálculos dos rendimentos prováveis”²³. Ou ainda, relativamente às previsões de rendimentos e resultados, “De facto, aqueles que procuram seriamente realizar tais estimativas encontram-se de tal forma em minoria que a sua conduta não é determinante nos mercados”²⁴.

A respeito dos profissionais gestores de ativos, Keynes faz uma interessante observação que merece igualmente ser reproduzida:

“Poderia supor-se que a concorrência entre os profissionais especializados que possuem maior capacidade de análise e maior conhecimento que o investidor privado médio corrigiria as decisões irracionais dos indivíduos ignorantes e abandonados a si próprios. Sucede, porém, que as energias e a habilidade dos investidores profissionais e dos especuladores estão ocupadas especialmente,

²¹ Veja-se, De Soto, Jesus Huerta, texto designado “*La Escuela Austriaca Moderna Frente a la Neoclassica*”, texto disponível na internet em http://www.eumed.net/cursecon/textos/Huerta_de_Soto_austria-vs-neocla.pdf. Versão em português publicado pela editora O Espírito das Leis, sob o impulso da Causa Liberal.

²² Depois da crise de 2007, existe uma imensa bibliografia discutindo o tema da racionalidade dos mercados. Mas o assunto não é novo. Toda a bibliografia de Friederich Hayek, de Ludwig von Mises, de Jesus Huerta de Soto e da Escola Austríaca de Economia, em geral. Mais recentemente, e apenas a título de exemplo, Roman Frydman e Michael D. Goldberg, no seu livro “*Beyond Mechanical Markets*”, Princeton University Press, 2011, tratam, de forma simples, acessível e muito interessante, o assunto.

²³ Keynes, John M., “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”. Citações efetuadas a partir da edição em castelhano publicada pelo Fondo de Cultura Económica, México D.F., 4ª edição em 2003, pág. 159.

²⁴ Idem, pág. 159.

não para realizar previsões a longo prazo relativamente ao rendimento provável de um investimento por todo o tempo que dure, mas a prever alterações nas bases convencionais de avaliação com um pouco mais de antecipação que o público em geral. Não se ocupam do que realmente significa o valor de um investimento para a pessoa que o compra ‘para sempre’, mas em estimar quanto o mercado o avaliará dentro de três meses ou um ano, sob a influência da psicologia de massas”.²⁵

Para terminar este ponto relativamente aos paradigmas do equilíbrio e das perfeições, penso valer a pena deixar uma nota de Friederich Hayek, na sua leitura de agradecimento pelo Prémio Nobel de Economia: “Confesso que prefiro o conhecimento verdadeiro mas imperfeito mesmo que ele deixo muitas coisas indeterminadas e imprevisíveis, relativamente a um conhecimento pretensamente exato e objetivo que provavelmente será falso”²⁶.

III. O problema da relação agente-principal

A análise económica da relação agente-principal integra os seguintes aspetos fundamentais:

- _ a existência de direitos de propriedade e a capacidade de criação de resultados económicos desses direitos;
- _ a natureza especializada e complexa das tarefas necessárias à criação de resultados dos direitos de propriedade;
- _ a existência de entidades com conhecimentos diferenciais disponíveis para executar as tarefas necessárias à criação dos melhores resultados possíveis dos direitos económicos – as tarefas de gestão;
- _ a disponibilidade do titular dos direitos de propriedade – o principal - para entregar o exercício das tarefas de gestão desses direitos, incluindo o poder de decisão, a uma entidade especializada - o agente -, contra o pagamento de uma remuneração;
- _ a eventual divergência de interesses no exercício das tarefas de gestão, no caso de se concretizar a relação do negocio de gestão com o agente;

²⁵ Ibidem, pág. 163.

²⁶ Hayek, Friederich A. von, “*The Pretence of Knowledge*”, Nobel Memorial Lecture, Stockholm, 11 December 1974.

Citação a partir de Nishiyama e Leube, “*The Essence of Hayek*”, Hoover Institution, Stanford University, California, USA, 1984, pág. 272. Versão eletrónica disponível em <http://mises.org/daily/3229>



_ as tarefas necessárias para que o principal possa garantir que o agente exerce os atos de gestão no seu melhor interesse;

_ a natureza das remunerações pagas e a sua medida justa.

Neste sentido, Jensen e Meckling²⁷, definem do seguinte modo o problema da relação agente principal²⁸:

“Definimos uma relação de agência como um contrato em que uma ou mais pessoas (o(s) principal(ais)) contratam outra pessoa (o agente) para executar determinado serviço em seu nome, integrando a delegação do poder de tomar decisões. Se ambas as partes procuram maximizar a respetiva utilidade, existe uma boa razão para pensar que o agente nem sempre atuará no melhor interesse do principal. O principal pode limitar os desvios relativamente ao seu melhor interesse estabelecendo incentivos apropriados ao agente nesse sentido e incorrendo em custos de controlos criados para limitar as ações eventualmente anormais do agente.”

Mais à frente referem estes autores que²⁹ “... é geralmente impossível para o principal ou para o agente assegurar, sem custos, que o agente executará as decisões ótimas do ponto de vista do principal. Na maior parte das relações de agência o principal e o agente incorrerão em custos de controlo e de retenção (não pecuniários e pecuniários), e adicionalmente existirá alguma divergência entre as decisões que o agente tomará e aquelas que poderiam maximizar a riqueza do principal. O valor equivalente à redução da riqueza experimentado pelo principal em resultado desta divergência é igualmente um custo do relacionamento de agência e pode ser designado de “custo residual”.

²⁷ Jensen, Michael e Meckling, William, “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

²⁸ Idem, página 5 da versão obtida e: <http://ssrn.com/abstract=94043>. No original:

“We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions”.

²⁹ Ibidem. No original: However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal as a result of this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the “residual loss.”

Deste modo, na relação de agência³⁰ existem três fontes fundamentais de custos, do ponto de vista económico:

- os custos de controlo incorridos pelo principal;
- os custos de retenção e relacionamento incorridos pelo agente;
- os custos residuais.

Trata-se de custos reais e não meramente teóricos e que, na prática e no final, serão sempre suportados pelos principais, diretamente se os contrataram, indiretamente nas remunerações pagas aos agentes e como custos de oportunidade, no caso dos designados custos residuais.

Nos primeiros poderemos incluir, além dos custos próprios do principal na análise e monitorização das decisões do agente, os custos com advogados, com solicitadores, com aquisição de informação independente especializada, por exemplo. No caso dos agentes, podemos incluir todos os custos de relações públicas e de marketing, os custos obrigatórios e facultativos de informação, os custos de auditorias e de certificação externa da sua atividade, por exemplo. Relativamente aos custos residuais, incluem-se, como se referiu antes, os custos de ineficiência da tomada de decisão e podem obter-se, de forma aproximada nos mercados de instrumentos financeiros, através da comparação das rendibilidades reais das carteiras de investimento com as carteiras que servem de alvo e comparação³¹ face aos objetivos de investimento acordados entre o principal e o agente.

Ao contrário da abordagem jurídica que assume que os deveres de lealdade do agente face ao principal podem ser garantidos através de mecanismos legais e regulamentares, do ponto de vista económico, os problemas que podem surgir da relação agente-principal resultam do pressuposto de que ambos atuam com base no princípio da maximização da sua utilidade pessoal, pelo que os seus interesses são inevitavelmente divergentes³². E, deste modo, a relação entre o custo de entrada numa relação desta natureza e o custo de não entrada é sempre equacionado por um

³⁰ A relação de agência a que se refere este texto é aquela que se enuncia a partir da definição de Jensen e Meckling, não tendo relacionamento com a relação de agência que se estabelece nos termos do contrato de agência estabelecido pelo Decreto-Lei nº 178/86, de 3 de Julho, atualizado pelo Decreto-Lei nº 118/93, de 13 de Abril.

³¹ As chamadas carteiras de “benchmark”.

³² Tuck, Andrew F., artigo citado, pág. 21, “...the economic approach accepts the inevitability of a divergence of interests – and thus of some disloyalty – and adopts a more nuanced approach to determining the optimal level of agency costs (and thus the desired level of loyalty), taking into account, among other factors, the costs of reducing them”.



qualquer investidor, mesmo que de forma mais ou menos empírica e não absolutamente racionalizada.

A legislação entende poder impelir à inexistência de custos residuais – aqueles resultantes de decisões não eficientes de investimento – através da previsão dos interesses do principal sobre os interesses dos agentes. O Artigo 304º do CVM estabelece no seu nº 1 o dever de todos os intermediários financeiros orientarem a sua atividade no sentido da proteção dos legítimos interesses dos seus clientes e da eficiência do mercado e no nº 2 o dever de observação dos ditames da boa fé de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência.

Ora, a observação rigorosa destes princípios deveria ser suficiente para que os problemas da relação agente-principal se resumissem a uma prática de cumprimento ou não cumprimento das normas legais. Porém, em termos práticos, a observação do cumprimento dos princípios não é nem pode ser objetiva e consensual entre as partes, pela subjetividade inerente à própria atividade. Por outro lado, o diferencial de informação detida pelo agente e pelo principal é normalmente de tal forma grande que torna difícil que aquele não domine este.

Desta assimetria de informação, resultam em grande medida os problemas que se colocam na relação agente-principal.

As normas legais aplicáveis aos relacionamentos de gestão de ativos, procuram responder ao problema da assimetria de informação através da obrigatoriedade de prestação atempada – pré e pós contratual – clara e rigorosa da informação inerente ao contrato, designadamente, dos termos dos serviços prestados ou a prestar, das respetivas remunerações, da evolução dos negócios e dos resultados da gestão. Porém, existe uma contradição difícil sempre de ultrapassar na medida em que o motivo que deu origem à contratação do agente pelo principal – a complexidade das tarefas de gestão e o diferencial de informação e conhecimento existente entre as partes – tornam



praticamente inviável a criação de mecanismos de equilíbrio de informação por contradizerem as características próprias das entidades em causa³³.

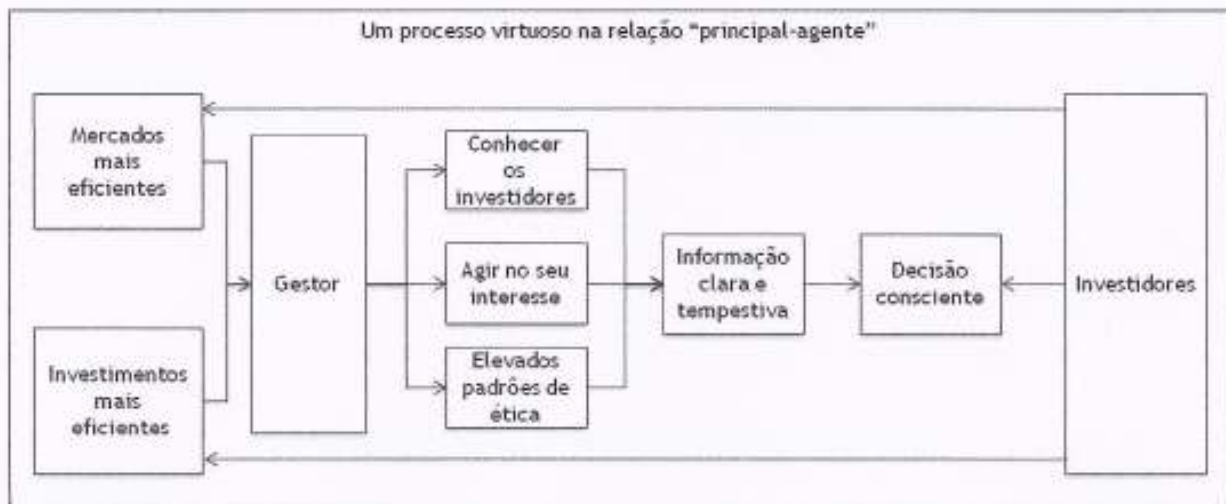
Independentemente deste aspeto, os gestores de ativos pela natureza do serviço que prestam têm uma relevância social significativa e os investidores em geral são aconselhados pelas autoridades a recorrerem aos seus serviços entendendo, porventura, que os custos de agência são inferiores aos benefícios que se obtêm do recurso s entidades especializadas.

IV. Um modelo virtuoso de gestão e gestores de ativos

Num mundo virtuoso, as relações entre os agentes e os principais não seriam objeto de regulamentação especial, na medida em que o interesse do principal nunca seria violado, os custos de obtenção e prestação de informação seriam praticamente inexistentes e os custos residuais pouco relevantes, pois o agente atuaria sempre no interesse do principal.

Em esquema, o mundo ideal poderia ser representado como a figura indica e que, de algum modo, corresponderia ao cumprimento integral das normas legais, regulamentares e deontológicas no domínio da gestão de ativos. A figura apresenta a ficção do protótipo perfeito da ação do agente, num mercado eficiente com produtos e instrumentos eficientes e com todo o rigor e transparência de todos os agentes de mercado.

³³ Frankel, Tamar, artigo citado, pág. 3: “While some situations of ‘information asymmetry’ can be resolved by requiring disclosure of the information, is the case of most fiduciary services, the cost of understanding the information is too high and the education of the entrustors is wasteful to society”.



Se os mercados fossem eficientes e os gestores fossem capazes, em cada momento de construir carteiras eficientes, para determinados níveis de risco, seu padrão de comportamento seria o ideal e os resultados dos investimentos atingiriam o nível ótimo para os investidores.

O conhecimento diferencial dos gestores de ativos manifesta-se na capacidade de criar carteiras eficientes nos mercados e na aptidão para entender as necessidades e os objetivos dos investidores na construção das carteiras que respondam a essas características.

Refere o nº. 3 do Artigo 3º4º do CVM que, “Na medida do necessário para o cumprimento dos seus deveres na prestação do serviço, o intermediário financeiro deve informar-se junto do cliente sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, se aplicável, sobre a situação financeira e os objetivos de investimento do cliente”. Tal implica conhecer um conjunto de variáveis que integra a esfera patrimonial e pessoal do investidor e os objetivos de investimento. Implica igualmente, com muito rigor, ter a capacidade de entender qual o perfil de risco do investidor e a sua capacidade de sofrer eventuais perdas.

Por outro lado, agindo no seu melhor interesse, sem que se manifestassem conflitos ou interesses divergentes, e com elevados padrões de ética e deontologia profissionais, o agente procuraria em cada momento anular a assimetria de informação que existe entre si e o principal e colocá-lo-ia na

melhor posição para tomar decisões relativamente ao futuro do seu relacionamento e ao modelo de recompensa pelos serviços prestados. Mesmo que a abordagem económica considere a divergência de interesses como um dado incontestável, na realidade o agente pode ter interesse em agir da forma mais leal possível para aumentar a sua reputação. E esta forma de atuação é tanto mais importante quando menos desenvolvidos e eficientes forem os agentes desse mercado, pois criando uma reputação de seriedade e de defesa intransigente dos interesses dos principais, o agente pode ser remunerado acima dos seus concorrentes e mesmo, em certas circunstâncias, criar pelo menos temporariamente uma renda de “monopólio” a seu favor e em desfavor dos agentes do mercado com níveis reputacionais menos favoráveis³⁴, se o mercado for limitado.

É evidente que todo o modelo ideal se manifesta impossível por diversos motivos. Não cabe neste texto discutir a natureza humana e as condicionantes de natureza psicológica que determinam muitas das decisões dos agentes de mercado. Nem tão pouco a irracionalidade dos pressupostos de informação perfeita que são inerentes aos modelos de mercado e de gestão de ativos perfeitos. Tendo em vista este modelo ideal, os reguladores criaram um conjunto de deveres dos intermediários financeiros que exercem estas atividades e que se consubstanciam³⁵:

- nos deveres de informação pré-contratual na generalidade das atividades, por exemplo nos organismos de investimento coletivo, com a elaboração de prospetos simplificado e completo, sujeitos a aprovação da CMVM;
- nos deveres de redução a escrito das informações relevantes para a contratação dos serviços de gestão de carteiras e dos contratos respetivos;
- na aprovação pela CMVM dos modelos de contrato de gestão de carteiras praticados pelos intermediários financeiros;
- na obrigação de prestação de contas periódica;

³⁴ Veja-se Akerlof, George A., “The MArket for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, Nr. 3, August 1970, Pag. 488-500. Ver pág. 497 “... firms establish a reputation for ‘honest’ dealing, which confers upon them a monopoly rent insofar as their services are limited in supply, ...”

³⁵ Em termos gerais, sem qualquer carácter de exaustividade, refiram-se o Decreto-Lei nº 71/2010, de 18 de junho (Regime geral dos organismos de investimento coletivo), os artigos 312º (Deveres de Informação) e o Capítulo III e as Subsecções VI (Conflitos de interesses e realização de operações pessoais) e VIII (Informação a investidores), da Secção III (Organização e Exercício, do Título VI (Intermediação) do Código dos Valores Mobiliários, entre outras normas legais sobre a matéria, que não releva agora listar.



- na obrigação de entrega aos investidores de prospetos de simplificados na subscrição de fundos de investimento;
 - na disponibilização de informações de prestação de contas dos fundos de investimento e dos prospetos completos dos mesmos instrumentos;
 - na obrigatoriedade de adoção de códigos de conduta para certas categorias de atividades de intermediação;
 - na obrigatoriedade de formação profissional e de credenciação para o exercício pessoal de determinadas atividades;
 - na sujeição a deveres de adequação das estruturas organizativas dos intermediários de forma adequada ao exercício das atividades
 - na existência de um conjunto de regras que procuram evitar a existência de conflitos de interesse entre as sociedades e os seus clientes;
 - na existência de regras de controlo da informação e da utilização de informação considerada sensível ou privilegiada;
 - na existência de regras de “best execution” nas operações ordenadas ou por conta de terceiros.
- É, apenas como exemplo, um conjunto de deveres e obrigações dos intermediários que procuram criar um modelo de gestão de carteiras em que o agente informa o principal, atua no seu melhor interesse, toma decisões ótimas e, no meio, não pratica qualquer ato que possa lesar os verdadeiros interesses do principal.
- Infelizmente nem sempre é assim.

V. Um modelo menos virtuoso de gestão e gestores de ativos

A questão económica associada à gestão de ativos e ao problema agente-principal levanta inúmeras questões, como antes se referiu.

No quadro abaixo exemplificam-se os principais temas de discussão em torno do problema do agente-principal e que estão no centro de muitas das preocupações das entidades gestoras, em particular, e das autoridades e dos reguladores, em geral. Trata-se de um modelo extremo em que cada um dos agentes agisse de forma perversa, procurando no prosseguimento do seu negócio, sobrepor em permanência os seus interesses aos interesses do principal. Ao modelo virtuoso, de

um mundo exemplar e “angélico”, pode sobrepor-se, em termos académicos, este hipotético modelo vicioso, próprio de um mundo de total subversão dos princípios básicos do negócio financeiro. Não são inquestionáveis as conclusões que se podem retirar das imagens, especialmente quando nos referimos à designada assimetria de informação. Na realidade, a teoria económica neoclássica tem tendência a considerar a assimetria de informação como uma falha de mercado e que, como tal deverá ser objeto de correção por uma entidade independente, neste caso o governo ou uma sua agência de regulação. Outras teorias considera que a assimetria de informação deve ser considerada como uma característica do próprio mercado, como condição necessária para que o mercado funcione e exista. Deste modo as autoridades judiciais só deveriam intervir nas situações em que da relação entre o agente e o principal resultassem violações dos direitos de propriedade do principal.

Esquemáticamente poderíamos mostrar um modelo vicioso de gestão de ativos com a imagem seguinte:



Neste quadro manifestam-se todas as questões que colocam o problema do agente-principal no centro de muitas das preocupações de muitas entidades gestoras, em especial, e das autoridades e dos reguladores, em geral. Não são inquestionáveis as conclusões que se podem retirar das imagens. Na realidade, a teoria económica neoclássica tem tendência a considerar a assimetria de informação como uma falha de mercado e que, como tal deverá ser objeto de correção por uma



entidade independente, neste caso o governo ou uma sua agência de regulação. Outra teoria considera que a assimetria de informação deve ser considerada como uma característica do próprio mercado, como condição necessária para que o mercado funcione e exista. Deste modo as autoridades judiciais só deveriam intervir nas situações em que da relação entre o agente e o principal resultassem violações dos direitos de propriedade do principal.

Os problemas do relacionamento agente-principal podem ser considerados como subprodutos da assimetria de informação que se verifica entre as duas partes. Efetivamente, a materialização de qualquer dos desvios das boas práticas que se evidenciam só pode acontecer na medida em que o principal não dispõe de mecanismos de controlo da atividade do agente e este, voluntaria ou involuntariamente, não lhe presta a informação necessária ou suficiente para que possa tomar as decisões que as circunstâncias podem impor.

Os problemas do relacionamento agente-principal podem ser considerados como subprodutos da assimetria de informação que se verifica entre as duas partes. Efetivamente, a materialização de qualquer dos desvios das boas práticas que se evidenciam só pode acontecer na medida em que o principal não dispõe de mecanismos de controlo da atividade do agente e este, voluntaria ou involuntariamente, não lhe presta a informação necessária ou suficiente para que possa tomar as decisões que as circunstâncias podem impor.

Os conflitos de interesses acontecem um pouco por todas as entidades, em menor ou maior escala, mas com maior intensidade quando as condições institucionais o permitem. Pode defender-se o aumento de eficiência social da existência de entidades financeiras de natureza universal ou, ao contrário, o incremento da especialização e segregação de funções nos modelos institucionais em que as funções de gestão do risco próprio e de gestão de ativos de terceiros são mutuamente exclusivas numa mesma instituição ou grupo de instituições. De qualquer forma o que importa aqui identificar são fundamentalmente as situações em que um conflito pode acontecer, ainda que fique para outro fórum a identificação de possíveis soluções.

De forma mais ou menos exaustiva, o *Committee of European Securities Regulators (CESR)*³⁶ identifica a existência de conflitos de interesse nas entidades gestoras de ativos pelas situações que os mesmos podem gerar. Assim, a partir daquele documento³⁷ poderíamos referir que existe um potencial de conflitos de interesses quando, no mínimo, a entidade, os seus colaboradores ou os seus agentes vinculados:

- é provável que possam efetuar um ganho financeiro ou evitar um prejuízo financeiro, a expensas do principal;
- têm um interesse no resultado de um serviço prestado ao principal (ou numa determinada transação efetuada em nome do principal) que não é coincidente com o interesse do principal;
- têm um interesse financeiro ou outro tipo de incentivos no interesse de outro cliente (ou grupo de clientes) que não o principal e atuam em desfavor do interesse deste;
- exercem o mesmo tipo de atividade do principal; ou
- recebem recompensas em relação ao serviço prestado ao principal, sob a forma de dinheiro, bens ou serviços, diferentes das comissões ou remunerações que são práticas de mercado relativamente a esses serviços.

O CVM integrou estes conceitos no seu artigo 309º-B, quase como tradução literal³⁸.

³⁶ Documento CESR/08-733, “MIFID Supervisory Briefings: Conflicts of Interest”. A CESR, após a reforma institucional dos mecanismos de supervisão europeus, deu origem à atual ESMA – European Securities Markets Authority.

³⁷ No original: “When identifying conflicts a firm must take into account, as a minimum, whether the firm or its employees and tied agents:

- is likely to make a financial gain, or avoid a financial loss, at the expense of the client;
- has an interest in the outcome of a service provided to the client (or of a transaction carried out on behalf of the client) which is distinct from the client's interest in that outcome;
- has a financial or other incentive to favour the interest of another client (or group of clients) over the interests of the client;
- carries on the same business as the client; or

* receives an inducement in relation to a service provided to the client, in the form of monies, goods or services, other than the standard commission fee for that service”.

³⁸ Código dos Valores Mobiliários:

Artigo 309.º-B

Conflitos de interesses potencialmente prejudiciais para um cliente

A identificação dos conflitos de interesses, designadamente para efeitos da política em matéria de conflitos de interesses, deve contemplar obrigatoriamente as situações em que, em resultado da prestação de actividades de intermediação financeira ou por outra circunstância, o intermediário financeiro, uma pessoa em relação de domínio com este ou uma pessoa referida no n.º 5 do artigo 304.º:

- a) Seja susceptível de obter um ganho financeiro ou evitar uma perda financeira, em detrimento do cliente;
- b) Tenha interesse nos resultados decorrentes de um serviço prestado ao cliente ou de uma operação realizada por conta do cliente, que seja conflituante com o interesse do cliente nesses resultados;
- c) Receba um benefício financeiro ou de outra natureza para privilegiar os interesses de outro cliente face aos interesses do cliente em causa;
- d) Desenvolva as mesmas actividades que o cliente;



Considerações, por exemplo, de que os fundos de investimento são vendidos mas não comprados, até mesmo pela forma como são apresentados nos cardápios dos intermediários financeiros, de criação de transações desnecessárias ou artificiais (“churning”) ou de apresentação de soluções específicas como as melhores (“suitability products”) podem em certas circunstâncias sugerir práticas em que os interesses em causa não são convergentes entre o agente e os seus principais.

Refira-se ainda o denominado “efeito de prateleira”³⁹ em que determinados gestores podem privilegiar determinados produtos ou determinadas carteiras (designadamente no domínio dos organismos de investimento coletivo) como forma de promoção pública, podendo prejudicar alguns dos seus principais em desfavor de outros. Como se pode entender, o principal se procurar controlar todas as tarefas do agente que impliquem a existência de conflitos de interesse e que o podem prejudicar financeiramente terá que incorrer em custos de controlo, porventura com recurso a entidades especializadas⁴⁰ cujos serviços são em regra dispendiosos.

Na sua atividade diária de gestão são inúmeros os tipos de desvios de gestão que praticam, não necessariamente numa perspetiva de ilegalidade ou mesmo de falta de consideração pelos superiores interesses dos principais. Neste sentido são conhecidos determinados desvios manifestados por práticas empíricas pouco sustentadas nas técnicas mais aconselhadas na gestão de ativos. A título de exemplo, o chamado “desvio doméstico” em que o gestor investe de forma desproporcionada em ativos negociados no próprio país em que se localiza, em prejuízo de uma mais aceitável diversificação internacional, ou o “desvio de produtos” em que se privilegiam determinadas classes de instrumentos financeiros, por questões de prudência ou mesmo de defesa, podem ser atribuídas a determinados gestores de ativos e geram, necessariamente, custos residuais para os principais.

Finalmente o tema do risco moral e da seleção adversa, resultantes em si da assimetria de informação. Ambos resultam da assimetria de informação entre o agente e o principal, mas

e) Receba ou venha a receber, de uma pessoa que não o cliente, um benefício relativo a um serviço prestado ao cliente, sob forma de dinheiro, bens ou serviços, que não a comissão ou os honorários normais desse serviço.

³⁹ “Shelf effect”, na terminologia de Spatt, Chester S., texto antes citado.

⁴⁰ Por vezes designadas de “gatekeepers”.



enquanto o segundo se coloca no relacionamento pós-contratual, o primeiro advém imediatamente na fase pré-contratual de estabelecimento de relacionamentos.

Dadas as dificuldades de perceção das reais qualidades dos agentes, muitas vezes reforçadas com as ações de natureza promocional ou mesmo publicitária das entidades gestoras de ativos, é sempre provável que os investidores selecionem de forma menos clara o agente que melhor pode servir os seus interesses. O “efeito de prateleira” que antes se referiu e a dificuldade em conseguir identificar os melhores gestores em desfavor dos menos bons, gera por norma um efeito de preço em que esta variável se aproxima da média, sem que os melhores sejam devidamente recompensados e como tal reconhecidos pelo mercado.

O tema da seleção adversa foi levantado com maior ênfase por Akerlof relativamente ao célebre problema do “mercado dos limões”⁴¹ e manifesta-se, do lado do principal, na dificuldade de seleção do melhor agente e, por parte destes, na dificuldade de serem reconhecidos os melhores de forma clara e evidente, dado que não é possível, para investidores privados e não qualificados, ter acesso a dados que permitam a efetiva prova de qualidade. Os investidores qualificados procuram ultrapassar este problema através do lançamento de modelos de seleção concorrencial entre os diversos fornecedores dos serviços de gestão e do recurso de entidades de monitorização especializadas, com os custos daí resultantes (que no limite são sempre os investidores ou os consumidores finais a suportar).

O risco moral⁴² resulta em grande medida de comportamentos deontológica e eticamente reprováveis, consubstanciados na assunção de riscos por conta do principal, com consequências

⁴¹ Veja-se McCaskie, Patrick, “Asymmetric Information, Adverse Selection and Moral Hazard in the Banking Industry”, paper presented at the Annual Review Seminar, Research Department, Central Bank of Barbados July 27 - 30, 1999, Pg. 51: “The classic example of adverse selection is the ‘lemon problem’ which Akerlof (1970) applied to the used-car market. In Akerlof’s context, Gresham’s law was rephrased as ‘Bad cars drive out good’. It works as follows. suppose there are two types of used cars: peach and lemon. A peach, if it is known to be a peach, is worth 53,000 to a buyer and \$2,500 to a seller. A lemon, on the other hand, is worth \$2,000 to the buyer and \$1,000 to a seller. There are twice as many lemons as peaches. If the buyer both had the ability to look at a car and see whether it was peach or lemon, there would be no problem: Peaches would sell for \$3,000 and lemons for \$2000. Unfortunately, buyers do not have this ability to tell whether that car is a peach or lemon but sellers know. As a result, the price that the buyer pays must reflect the average quality of the cars in the market, some where between the low value and the high value of a good car”.

⁴² Idem: “According to tv1ilgrom & Roberts (1992) the moral hazard problem is a form of post contractual opportunism that arises because actions that have efficient consequences are not freely observable and so the person taking them may choose to pursue his or her private interest at the others’ expense. With respect to the principal agent relationship, moral hazard arises when the



potencialmente desequilibradas a favor do agente. Se as perdas resultantes dos riscos assumidos se materializarem – o acontecimento negativo verifica-se – é o principal que sofre o prejuízo. Ao contrário, se acontecerem ganhos – o acontecimento negativo não se verificou – os proveitos crescem em parte mais ou menos significativa à riqueza do agente.

Na realidade são por vezes comportamentos próximos do conceito de “jogo” formuláveis de forma muito simplista na expressão “frutos ganho eu, ventos pagas tu”.

No final, se todos estes efeitos se manifestarem, perdem os investidores e perdem os mercados e, igualmente, perdem a prazo todos aqueles que se envolveram em práticas menos aconselháveis e menos justas, pelos efeitos nefastos que se manifestarão, seguramente, nas suas esferas patrimoniais e reputacionais.

Ainda assim, poder-se-á sempre equacionar até que ponto existe uma assimetria generalizada de informações de tal sorte que uns (porventura poucos) deterão muito mais informação que outros e, neste caso, os mercados seriam necessariamente desequilibrados ou ineficientes.

Trabalhos empíricos mostram efetivamente a não satisfação, pelo menos na sua totalidade, da condição de “informação” nos mercados financeiros, e, por vezes, a existência de conhecimento diferencial dos especialistas que podem utilizar em proveito próprio.

VI. Em conclusão

Mostramos um conjunto de questões e problemas que se colocam na atividade de gestão de ativos por conta de terceiros e que preocupam em permanência as autoridades de supervisão e regulação e dão origem a um conjunto muito extenso de normas leais, regulamentares e internas nas próprias entidades gestoras.

A corrente mais comum no domínio da economia ou das finanças tende a considerar a assimetria de informação como um fenómeno externo ao próprio mercado e, na realidade, como uma

agent and principal have divergent individual interest and objectives and the principal cannot easily determine whether the agent's reports and actions are being taken in pursuit of the principal's goals or constitute self-interested misbehaviour”.



verdadeira falha que exige a atuação das autoridades. Deste modo, todas as normas emitidas teriam todo o sentido, procurando corrigir aquela falha através de mecanismos de informação obrigatória e facultativa. Estas falhas seriam igualmente corrigidas através dos intermediários de informação – auditores, advogados, agências de rating, por exemplo - que, gratuitamente ou não, procuram acrescentar às informações primárias que as entidades emitentes e gestoras disponibilizam, opiniões especializadas e qualificações estandardizadas com, supostamente, maior nível de profissionalismo e rigor.

Outros porventura entenderão a assimetria de informação como um fenómeno integrante do próprio mercado e como tal não passível de anulação ou erradicação. Fica, fundamentalmente, o recurso aos meios judiciais de reposição de eventuais danos patrimoniais, se os contratos não foram corretamente executados e os direitos de propriedade foram violados.

A problemática da assimetria de informação irá manter-se na ordem do dia de todas as autoridades e de todos os governos. Porventura sem efeitos muito visíveis, mas sempre com a intenção de proteger aqueles que, do seu ponto de vista, merecem essa proteção. Não se equaciona a intenção das autoridades e dos agentes de regulação de melhorar a informação e de tornar mais equilibrados relacionamentos que, aparentemente, podem não ser. Porém, tradicionalmente, estas boas intenções e as ações que as materializam têm efeitos contrários quer porque, por um lado, não evitam – nem podem evitar - a assimetria de mercado que subjaz a cada transação e, por outro, geram custos de informação e de controlo frequentemente ineficientes e ineficazes nos seus objetivos.

Lisboa, 29 de maio de 2012