

A especulação financeira está na raiz da crise?*

Álvaro Nascimento**

1. Introdução

Este texto pretende contribuir para a discussão sobre as causas e a origem da crise económica, cujas raízes estão frequentemente associadas ao sector financeiro, que terá constituído um terreno fértil à sua germinação. Neste sentido, procura estabelecer as ligações entre a economia real e as finanças, explicitando a forma como os riscos se propagam e as circunstâncias que contribuem para os exacerbar. Como defendemos neste artigo, culpar apenas a especulação financeira pela crise é uma visão míope, que se arrisca a não endereçar as verdadeiras razões que subjazem ao problema da atualidade.

A abordagem parte do conceito de especulação e do paralelismo que pode ser traçado com a decisão de investimento. É comum associar à especulação financeira uma carga negativa, sinónimo de lucros fáceis, realizados por especuladores que abusam das fragilidades e das ineficiências dos mercados. A

* Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica Portuguesa.

** Texto preparado para as Jornadas de Teologia da Universidade Católica Portuguesa, no Porto. O autor agradece a todos os participantes destas jornadas os comentários e as críticas à apresentação oral, bem como as questões que foram suscitadas e que muito enriqueceram este documento. Em particular, gostaria de agradecer os comentários e as provocações do Professor Marciano Vidal, que permitiram colocar esta questão em perspetiva.

especulação financeira consiste na prática recorrente de transações sobre títulos, com a finalidade única de beneficiar de flutuações no seu preço, em alternativa a uma estratégia de investimento assente nos atributos intrínsecos do instrumento financeiro, como seja a capacidade para gerar lucros ou pagar dividendos. Normalmente, o especulador financeiro presta pouca atenção ao valor fundamental dos ativos, i.e., ao seu subjacente, focando-se simplesmente no movimento dos preços no mercado.

Não obstante a carga crítica negativa que frequentemente lhe está apontada, a especulação financeira é um elemento central para o bom funcionamento dos mercados, como fator de sustentação de eficiência e equilíbrio. Em certo sentido, os especuladores questionam e levantam dúvidas sobre os fundamentos nos quais os investidores assentam as suas decisões. E, assim sendo, a especulação financeira só se constitui como um problema na medida em que os especuladores podem anular e dominar as decisões dos investidores informados, desviando os mercados do seu equilíbrio natural¹.

Armados com uma definição construtiva de especulação financeira, a crise económica que hoje vivemos pode decorrer de um conjunto de outros fatores, capazes de influenciar o valor que os agentes económicos atribuem aos ativos financeiros. Começemos por notar que não existe investimento sem financiamento e que qualquer investimento acarreta riscos e incertezas, porque os rendimentos futuros não são conhecidos de antemão. O financiamento é realizado através de instituições e instrumentos financeiros, estruturas cuja complexidade pode incentivar comportamentos perversos, num quadro em que os indivíduos têm níveis de informação diferenciados.

Neste sentido, explicações alternativas para a crise radicam no que a teoria económica define como "informação incompleta e assimétrica", características que condicionam o comportamento dos indivíduos nos mercados financeiros. A informação incompleta ocorre quando existe conhecimento limitado sobre uma realidade que é complexa e se torna necessário tomar decisões com base neste conjunto imperfeito. A assimetria de informação, por seu lado, sugere que agentes económicos com níveis de conhecimento diferenciado se comportam de modo a tirar vantagem das diferentes perceções de valor.

Assim, como exploramos de seguida neste artigo, a "informação incompleta e assimétrica", juntamente com a complexidade do sistema financeiro, também é um fator explicativo da crise. O funcionamento e o equilíbrio dos

¹ Não pretendemos, com isto, contestar que a especulação financeira seja uma das causas da crise. Contudo, não é seguramente a única. Um conjunto de circunstâncias e uma deficiente explicação das componentes do problema podem ter contribuído para a relevância que lhe é normalmente atribuída.

mercados são o resultado de comportamentos individuais, moldados por normas éticas ou morais, cuja violação pode produzir efeitos negativos sobre a economia: uma simples expressão do *moral hazard* da teoria financeira.

2. O investimento financeiro é um suporte indispensável da empresa

Na abordagem estilizada e hermética da economia, o investimento é uma tecnologia para a transferência de consumo no tempo. Por norma, a população ativa não consome a totalidade do rendimento e realiza poupanças tendo em vista assegurar o futuro. Estas poupanças podem ser entesouradas ou, em alternativa, disponibilizadas aos investidores para adquirir capital², recurso indispensável para qualquer processo fabril – i.e., a criação de empresas. Combinado com outros fatores de produção, nomeadamente o trabalho, o capital permite produzir bens e serviços destinados a ser transacionados num mercado.

Na construção microeconómica, que serve de suporte à teoria financeira, a empresa é uma organização que leva a cabo um processo produtivo. Com personalidade jurídica própria – i.e., existência institucional –, é dotada de autonomia financeira e patrimonial, podendo contratar todos os recursos necessários à produção – capital, trabalho e empreendedorismo³. O contrato consiste num clausulado que estabelece os direitos e deveres de cada um dos contraentes, como acontece, por exemplo, nos contratos de trabalho e de financiamento.

Neste ensaio sobre especulação financeira, interessa-nos apenas a parte relativa aos contratos de financiamento, e por isso restringiremos a abordagem aos dois fatores de produção que com ele se relacionam diretamente: capital e empreendedorismo. Ademais, para facilitar a comunicação, utilizaremos o termo “gestão” em substituição de “empreendedorismo”⁴. O recurso ao

² O capital, em sentido económico, consiste em edifícios, equipamentos e outros ativos que podem ser usados durante vários ciclos produtivos sucessivos. Esta longa vida útil implica que seja necessário obter financiamento para a sua aquisição, ou seja, encontrar agentes económicos disponíveis para emprestar – na terminologia financeira, investir – os recursos monetários necessários, em contrapartida da sua restituição diferida no tempo.

³ A abordagem microeconómica moderna tende a distinguir entre trabalhador e empreendedor, sendo que este último é o responsável pela organização empresarial e pela sua existência. Em sentido estilizado, o empreendedor oferece, genericamente, as funções de inovação, identificação de oportunidades de negócio e gestão dos processos produtivos, sendo proprietário de um capital intangível.

⁴ Em certo sentido, o empreendedor tende a confundir-se com a gestão de topo nas empresas. Apesar de, num mundo organizacionalmente complexo como o atual, esta separação parecer

artifício de negligenciar o tema da remuneração do trabalho tem por simples objetivo não contaminar a análise, sem que isso signifique que a influência deste fator sobre o comportamento empresarial é menos importante no que respeita à criação e à distribuição de valor.

Tendo presentes estes pressupostos e equipados com esta ferramenta metodológica, a empresa pode ser equiparada a um conjunto de ativos de exploração – i.e., capital – cuja aquisição é financiada por investidores, que oferecem os meios necessários à sua compra. Tal disponibilização de fundos é titulada por contratos, os quais estabelecem as condições para a sua restituição e remuneração. Por esta razão, é comum referir que o capital – e, de modo indireto, a empresa – é propriedade dos investidores financeiros e os resultados de exploração correspondem à remuneração que lhes é devida⁵.

A empresa recorre, basicamente, a dois tipos de contratos de financiamento, também referidos como instrumentos financeiros: ações e crédito. A distinção entre um e outro decorre dos direitos e deveres que lhes estão associados ou, na terminologia económica e financeira, aos riscos a que estão expostos os seus detentores. Esta conceção de empresa e de investimento suscita dois assuntos distintos: o *primeiro*, relacionado com as estruturas contratuais que titulam a propriedade do capital; e o *segundo*, ligado ao risco com que se confrontam os seus proprietários.

Perante isto, é possível representar a empresa através do seu balanço: o lado do ativo contém o capital⁶ – ou ativo de exploração, constituído por investimentos em edifícios, equipamentos e ferramentas – e o lado do passivo compreende os instrumentos de financiamento, que asseguram os recursos necessários à sua aquisição – as ações (ou capital próprio) e o crédito (sob a forma de empréstimos bancários, ou obrigações)⁷. Por esta razão, a empresa é

artificial, ela é útil para analisar a natureza dos contratos e dos incentivos e, por isso, utilizá-la-emos neste ensaio. Contudo, deixamos o alerta de que este tema merece ser revisitado, porque nas empresas modernas tais funções tendem a estar disseminadas por todos os níveis hierárquicos da organização, desde a planta fabril até ao conselho de administração, donde resultam implicações para o comportamento empresarial, porque as empresas são constituídas por pessoas.

⁵ Afinal, se o capital corresponde a um ativo de exploração adquirido através de financiamento, então é razoável esperar que o valor criado por esse capital seja distribuído por aqueles que permitiram a sua aquisição. Por isso, qualquer excedente de produção que resulte do processo produtivo tem como destino ser distribuído pelos detentores da empresa, ou seja, pelos proprietários do capital.

⁶ Capital em sentido económico, entenda-se. E, por isso, correspondente aos ativos que são utilizados no processo produtivo.

⁷ Os proprietários de tais contratos de financiamento de ações e crédito são frequentemente referidos como investidores financeiros, no sentido em que empregam os seus fundos em contratos de financiamento, cuja remuneração depende apenas das cláusulas contratuais. No caso do contrato

considerada propriedade dos investidores financeiros⁸. Como qualquer outro fator, o capital é indispensável à produção, e sem ele – no quadro dos pressupostos já definidos – a empresa não existe.

Neste quadro de referência restrito, é objetivo da empresa a realização de lucros, como forma de criar valor para os seus investidores (acionistas e credores). Na tradição microeconómica, o lucro económico corresponde ao que resta, depois de remunerados os fatores de produção variáveis (i.e., excluindo o fator capital). Num paralelismo prático, o valor criado corresponde ao fluxo de resultados operacionais que, contabilisticamente, é equivalente ao resultado antes de impostos e de encargos financeiros.

Na prática, o valor criado não se destina propriamente a remunerar o capital (i.e., o ativo de exploração), mas antes os seus proprietários; isto é, aqueles que financiaram a sua aquisição – acionistas e credores. Nesta perspetiva, de que o valor distribuído aos investidores financeiros é uma parcela residual – aliás, refletida na organização empresarial na forma como se estruturam os direitos de propriedade⁹ –, fica patente que os financiadores estão expostos a uma série de riscos, de entre os quais o mais relevante é o possível insucesso do projeto empresarial ou processo produtivo.

3. Todo o investimento é um ato de risco e, por conseguinte, de especulação controlada

No que respeita ao sucesso da iniciativa, o investimento em capital – i.e., ativos reais e intangíveis – para estruturar um processo produtivo acarreta vários riscos. Na medida em que a produção se destina a ser vendida num

de crédito, normalmente as cláusulas estabelecem o direito a um simples pagamento de juros. Já no caso das ações, a remuneração do investimento é contingencial, dependendo do montante de lucros gerados pelo projeto ou da empresa que se destina a financiar.

⁸ Este tema da propriedade financeira da empresa é bastante controverso e tende a ser crescentemente questionado. A este propósito, recentemente as boas práticas de governo corporativo – aliás, com aceitação crescente nas economias desenvolvidas – tendem a enfatizar uma visão mais lata de empresa, que ultrapassa a miopia financeira. Contudo, a visão restrita de propriedade financeira é ainda preponderante em muitos círculos. Além disso, é ela que explica alguns casos financeiros problemáticos ocorridos recentemente nos mercados financeiros.

⁹ Anote-se que, no quadro do ordenamento jurídico e institucional, os credores e os acionistas são, por esta ordem, os últimos na lista de prioridades para a apropriação de valor. Por exemplo, em caso de dificuldade financeira, ou de insolvência, os trabalhadores – só para mencionar uma das categorias de agentes económicos que celebra contratos com a empresa – têm prioridade de ressarcimento (i.e., de ser pagos pelo serviço prestado) sobre os credores, e mesmo sobre fornecedores de consumos intermédios.

mercado, levantam-se de imediato questões de aceitabilidade, concretizadas num preço e numa quantidade procurada. O interesse dos consumidores no bem ou serviço determina o seu preço, sendo expectável um preço e quantidade elevados em circunstâncias de grande procura. Contudo, o contrário também é verdade.

O mercado do produto exhibe características de incerteza, tanto maiores quanto mais longo o horizonte temporal em que projetamos a vida da empresa. Isto é, quanto mais distante o futuro, mais difícil é para os agentes económicos, e para os gestores empresariais em particular, formular expectativas sobre a evolução da procura, da concorrência ou do volume de negócios. Com efeito, quanto maior o espaço de tempo, maior a probabilidade de os consumidores alterarem os seus hábitos, de novos concorrentes surgirem a disputar a procura, ou mesmo de ocorrerem choques exógenos que afetam globalmente a atividade económica.

A remuneração dos ativos de exploração – i.e., do capital – recebe estas incertezas. Por ser diferida no tempo, existem fatores de risco a considerar na análise e que se traduzem na possibilidade de a realidade *ex-post* divergir do cenário projetado *ex-ante*. Para o gestor empresarial, a preocupação incide naturalmente sobre a evolução adversa. Contudo, o desvio positivo face ao cenário que suportou a decisão de investimento é, também, uma possibilidade. Nos modelos financeiros, é comum recorrer a distribuições estatísticas de probabilidade, representando as realizações em torno do cenário central.

O cenário central não constitui uma certeza e, como tal, o investimento produtivo pode considerar-se um ato de especulação, que admite a possibilidade de um acontecimento adverso. Existe, contudo, uma diferença face a uma atitude puramente especulativa, traduzida no facto de o gestor dispor de instrumentos que lhe permitem atuar sobre o comportamento da empresa. Não rejeitando liminarmente tal argumento, a verdade é que tal ato de gestão não elimina todos os riscos, deixando ainda a empresa perante um considerável número de incertezas¹⁰. Se a adversidade fosse conhecida de antemão, o investimento não se realizaria.

Por regra, a teoria económica distingue entre os conceitos de risco e de incerteza. O risco está circunscrito à ocorrência de um dos vários

¹⁰ Esta conceção de empresa e de organização permite-nos descrever as funções de gestão como articuladas em torno de dois vetores: por um lado, o desenvolvimento de processos produtivos dirigidos por objetivos de eficiência operacional – i.e., que minimizam os custos de produção e maximizam a eficiência na utilização dos fatores – e, por outro lado, o enfoque em mecanismos de gestão de risco eficazes, de modo a robustecer a organização e torná-la mais resiliente perante choques exógenos.

acontecimentos possíveis que utilizamos para descrever o futuro, i.e., a distribuição de probabilidade descreve completamente o intervalo de possibilidades futuras. Já a incerteza se refere à situação na qual a distribuição de probabilidade não é suficiente para descrever o futuro, ou a sua caracterização é inconsistente com o mundo real. Numa tentativa de explicação da crise econômica e financeira recente, Nassim Taleb¹¹ utiliza a metáfora do "cisne negro" para representar o nosso conhecimento limitado e incompleto sobre o futuro¹².

O risco e a incerteza associados ao investimento são representados em duas dimensões, uma *transversal* e outra *temporal*. *Primeiro*, com efeitos contemporâneos, o possível insucesso da produção colocada no mercado não permite realizar uma receita suficiente para pagar os custos correspondentes ao período. *Segundo*, mesmo quando a aceitação inicial é positiva, os efeitos negativos futuros impedem o ressarcimento e a remuneração do capital investido. Em síntese, o pagamento devido ao fator capital – i.e., o custo do capital – tem uma realização contingencial no espaço e no tempo.

4. Os instrumentos financeiros herdaram os riscos da economia real e a especulação reforça o equilíbrio de mercado

Ao retomar a ideia de que a remuneração do capital se destina ultimamente aos seus financiadores – i.e., aos detentores de instrumentos financeiros (ações e obrigações) que suportam a sua aquisição –, fica estabelecido o argumento de que os investidores financeiros são herdeiros diretos do risco e da incerteza associados ao negócio empresarial. Recordando, o investimento em ações, crédito ou obrigações consiste, em última instância, num ato de especulação sobre a *performance* da empresa e sobre a sua capacidade para gerar resultados de exploração suficientes para remunerar o capital¹³.

¹¹ Cf. Nassim Nicholas Taleb (2007). *The Black Swan: The impact of the highly improbable*, London: Penguin. ISBN 1-84614045-5.

¹² O "cisne negro" deriva de uma expressão latina para representar uma ave rara. Na data em que a expressão foi cunhada, presumia-se que os cisnes negros não existiam, e a importância da analogia relaciona-se com a fragilidade do pensamento lógico e dedutivo, em que as conclusões podem ser colocadas em causa, caso os pressupostos de partida não sejam confirmados. O explorador holandês Willem de Vlamingh descobriu cisnes negros na Austrália em 1697 e a expressão passou a demonstrar que o que à partida é considerado uma impossibilidade pode ser desmentido *a posteriori*.

¹³ Remuneração do capital, essa, que é integralmente apropriada pelos acionistas e credores, de acordo com as características do contrato de financiamento celebrado com a empresa. Por norma, os credores têm direito a um pagamento prioritário fixo e os acionistas ficam com o excedente remanescente.

Ao colocar as suas poupanças numa empresa, os investidores financeiros estão, justamente, a formular expectativas e a tomar decisões acerca da sua capacidade para lidar com os riscos e a incerteza, cuja verificação apenas poderão fazer *a posteriori*. Se o investimento produtivo for mal sucedido – ou seja, fique aquém do esperado –, registarão perdas de riqueza, refletidas numa redução do valor dos seus investimentos – e.g., a queda dos preços das ações no mercado de bolsa ou o incumprimento nos contratos de crédito, para apontar apenas dois exemplos, porque os mesmos não poderão ser remunerados nos termos contratualmente negociados com a empresa.

Partindo de uma posição extrema, em que os especuladores tomam decisões de investimento sem qualquer fundamento, ou com base em hipóteses infundadas sobre o valor empresarial, a especulação pode desempenhar um papel de estabilizador dos mercados financeiros. Se o especulador surge numa posição de contestação face ao investidor informado, coloca em causa o valor fundamentado, que decorre de uma visão privilegiada da empresa. Num jogo de forças justo e livre, este desfazamento de visões há de resultar em comportamentos de reforço da disciplina empresarial, conduzindo o preço do fator capital ao equilíbrio¹⁴. A violação deste mecanismo de ajustamento automático verifica-se apenas nas circunstâncias em que as regras de mercado são viciadas, de que uma deficiente distribuição do poder de mercado é exemplo¹⁵.

5. A complexidade da empresa e o primeiro fator explicativo

Na medida em que o retorno do capital consiste no excedente residual, a empresa pode (também) ser vista como um veículo de gestão coletiva da incerteza. Recordemos que está configurada como uma unidade com objetivos de

¹⁴ Anote-se que os especuladores obrigam a empresa a rever os seus planos de negócio e a reavaliar a sua capacidade para gerar os resultados esperados pelos investidores. Por exemplo, se um especulador apostar na compra de ações de uma empresa e forçar o seu preço no sentido da alta, está a dar a oportunidade aos investidores informados de realizarem mais-valias e abandonarem a empresa. Paralelamente, oferece à empresa a possibilidade de reduzir o custo do fator capital e abre-lhe a possibilidade de redistribuir o valor por outros fatores de produção. Em sentido inverso, a venda das ações coloca a empresa sob pressão para ser mais eficiente, o que, sendo impossível, permite que investidores informados surjam para adquirir o controlo do capital e apropriar-se do valor esperado.

¹⁵ Pode entender-se por distribuição deficiente do poder de mercado a existência de um número desproporcional entre especuladores e investidores, ou circunstâncias que facilitam excessivamente comportamentos especulativos (como sejam, vendas a descoberto ilimitadas, ou financiamento fácil para especulação, fenómenos amplificados por assimetria de informação e mercados incompletos).

eficiência operacional e gestão de riscos, celebrando contratos com os vários fatores de produção, cuja diversidade estabelece um sistema de repartição do valor criado. Por norma, o contrato de trabalho oferece aos trabalhadores garantia de estabilidade de remuneração e faz transitar os choques sofridos pela organização – em resultado dos riscos e da incerteza – para o fator capital. Como consequência, os contratos financeiros surgem como veículos para transferir riscos para os investidores, em contrapartida de uma remuneração e de um prémio¹⁶.

É inegável que a empresa necessita de válvulas de escape para se libertar dos riscos e da incerteza residuais. A sua sustentabilidade só fica assegurada se a estrutura de contratos tiver coerência interna e se a totalidade dos riscos for distribuída pelos fatores de produção. Naturalmente, num sistema fechado, os riscos assumidos por um determinado fator de produção aliviam a pressão exercida sobre os restantes¹⁷. Como corolário, a complexidade da estrutura contratual tem impacto no perfil dos riscos assumidos pelos investidores financeiros, os quais podem estar muito distantes dos riscos do negócio¹⁸.

Num mundo perfeito e de racionalidade ilimitada, os agentes económicos estariam na posse de toda a informação necessária à tomada de decisão. Nesta construção ideal, não haveria crises financeiras. A perda de riqueza significaria apenas a realização de um cenário adverso, mas dentro do campo das possibilidades. A crise seria um reflexo da economia real e os agentes económicos perdedores teriam de encontrar meios alternativos para subsistirem: reduzindo o consumo, lançando mão de outras poupanças ou recorrendo à solidariedade da comunidade em que se inserem.

¹⁶ Apenas como curiosidade, a expressão "prémio" nas apólices (i.e., contratos) de seguro reflete exatamente o pagamento que o segurado faz à companhia seguradora para que esta assumira determinados riscos (definidos nas cláusulas contratuais) em seu lugar. Neste sentido, na terminologia financeira, o prémio corresponde ao preço do risco (e, também, da incerteza). A remuneração pela disponibilidade do capital equivale simplesmente à taxa de juro (sem risco). Esta distinção entre taxa de remuneração e prémio de risco, aparentemente subtil, é de extrema relevância nos mercados financeiros e permite traçar uma ligação entre os mercados financeiros e a moral, tema de que não nos ocupamos neste artigo.

¹⁷ A título de exemplo, quando os contratos de trabalho têm cláusulas de remuneração contingentes na rentabilidade ou na partilha de lucros, o fator capital incorre em riscos menores, o que deverá ter impacto no seu preço (particularmente, no que respeita ao valor do prémio).

¹⁸ Os temas de risco interno à organização, decorrentes da sua complexidade, tendem a ser minorizados nas avaliações e nas tomadas de decisão de investimento financeiro. Contudo, eles podem ser determinantes na realização das expectativas dos investidores, já que a não realização do prometido pode não depender do esforço da empresa, mas antes de uma deficiente compreensão dos riscos pelo investidor. Voltaremos a este tema adiante, a propósito da assimetria de informação.

Em tal utopia, a perda – como a realização de um capricho da natureza – é uma simples evidência da existência de riscos, perante os quais a sociedade se organiza para responder¹⁹. Em suma, num mundo perfeito as crises financeiras são a consequência, e não a causa, de fenómenos adversos na economia real, que impedem uma adequada rentabilização dos investimentos.

6. A assimetria de informação e o segundo fator explicativo

Regressemos ao círculo restrito do investimento e do seu financiamento, para retomar a discussão sobre os possíveis fatores explicativos da crise e a sua relação com os mercados financeiros.

O contrato de financiamento, celebrado entre a empresa e os investidores, intermedeia uma relação entre dois agentes económicos distintos, com personalidade jurídica e vontade próprias. A informação que os investidores detêm sobre a empresa é aquela que lhes é disponibilizada. No mundo real, é comum as empresas apresentarem planos de negócio e prestarem contas sobre a sua atividade e os mercados em que atuam. Pelas razões já expostas anteriormente, tal informação ajuda a compreender os riscos associados ao investimento e suporta as decisões de investimento em instrumentos financeiros de financiamento: as ações e o crédito.

Não obstante os deveres legais de prestação de contas, não podemos descartar a hipótese da existência de assimetria de informação entre a empresa e os investidores, traduzida em diferentes perceções acerca da distribuição de probabilidade de riscos, no que respeita, seja ao intervalo de possibilidades, seja às medidas de verosimilhança associadas a cada acontecimento. Apesar de o quadro institucional permitir aos investidores o acesso a conhecimento adicional – por via dos direitos de interferência sobre os órgãos de gestão²⁰, ou através de investigação autónoma²¹ –, a mitigação deste hiato nunca é completa. Além do mais, a disponibilidade e o acesso a informação implicam

¹⁹ Aliás, esta partilha de riscos e incerteza é uma das bases em que assenta a organização da sociedade e em que radica uma boa parte do debate político-ideológico e se insere a moral.

²⁰ Na prática, os investidores têm o direito de nomear os órgãos de administração e fiscalização da empresa e, em certas circunstâncias, podem impor limites à sua atuação em várias matérias, como sejam a alteração da estrutura de financiamento (e.g., o aumento de endividamento) ou a alteração da estratégia.

²¹ Os investidores podem investir eles próprios em sistemas de informação que lhes permitam conhecer melhor a empresa e a sua concorrência, para formular uma visão mais aperfeiçoada sobre o negócio em que têm os seus capitais investidos.

custos para a empresa e para os investidores que variam positivamente com o nível da assimetria de informação²².

As duas estruturas contratuais básicas de financiamento – o crédito e o capital próprio – são uma resposta parcial a este problema de assimetria de informação²³. Ao estabelecer uma remuneração que não depende da *performance*, os credores escolhem a distribuição de probabilidade que pretendem, limitando os riscos em que querem incorrer. Apesar de a erradicação do risco não ser possível, reduzem a necessidade de investimento em recolha e tratamento de informação. O risco da empresa é, então, concentrado nos detentores do capital próprio (i.e., acionistas), que são colocados à mercê de um conhecimento insuficiente sobre o negócio.

O atrito introduzido pela assimetria de informação abre espaço ao aparecimento de comportamentos oportunistas, que exploram o deficiente nível de conhecimento do risco da empresa, por parte dos investidores. Ademais, porque o risco residual da organização é distribuído por credores e acionistas, e os últimos têm ao seu alcance instrumentos para influenciar a gestão, existe ainda um potencial conflito de interesse entre as várias categorias de investidores financeiros. Concretamente, usando estrategicamente a informação, a empresa pode privilegiar determinados investidores em detrimento de outros²⁴.

São várias as formas como a assimetria de informação se manifesta numa crise financeira. Vendo defraudadas as suas expectativas e atribuindo a responsabilidade ao sector empresarial, os investidores tomam-se avessos ao risco, diminuem a oferta de fundos para investimento e exigem taxas de remuneração e prémios de risco mais elevados. Paralelamente, porque as perdas são superiores ao expectável, a diminuição da riqueza impacta negativamente sobre os níveis de consumo. No sentido da expressão de Keynes, libertam-se “espíritos animais” e observam-se comportamentos de precaução

²² A teoria financeira demonstra que o custo de acesso à informação onera o custo do capital porque, quando realizam um investimento, os investidores procuram uma remuneração que lhes permita recuperar os custos incorridos e, adicionalmente, um ressarcimento pelos riscos e pela disponibilização dos fundos financeiros, i.e., perseguem uma remuneração líquida.

²³ Uma outra resposta pode ser encontrada nos veículos de investimento coletivo, que permitem partilhar os custos de recolha e tratamento de informação entre vários investidores individuais. Entre os vários exemplos de veículos de investimento coletivo podem contar-se bancos, fundos de pensões ou fundos de investimento.

²⁴ Por exemplo, o excessivo endividamento de algumas empresas da atualidade pode encontrar uma explicação na utilização estratégica da informação, que terá levado os credores a construir *ex-ante* uma distribuição de probabilidade de riscos mais favorável que aquela que se viria a registar *ex-post*. Neste sentido, as perdas reconhecidas excedem o expectável e há uma destruição inesperada de riqueza que se traduz em perda global para a sociedade.

e de especulação. Neste sentido, a crise é a expressão da dessintonia entre os mercados financeiros e a economia real e só pode ser ultrapassada depois de restaurado o clima de confiança²⁵.

7. A separação entre propriedade e controlo e o terceiro fator explicativo

O argumento da secção anterior assenta na atribuição de personalidade à empresa, em contraste com a abordagem financeira *mainstream* segundo a qual a empresa representa os interesses dos acionistas e é gerida com vista a maximizar o valor da sua riqueza. Assim sendo, pelo menos aparentemente, não seria legítimo referir a assimetria de informação como um fator explicativo da crise, ainda que pudesse ser invocada a propósito do conflito entre acionistas e credores. Não obstante se verificar que, em algumas empresas (nomeadamente pequenas e médias), os acionistas exercem eles próprios funções de gestão – aumentando o potencial para gerar conflitos com os credores²⁶ –, é comum observar nos mercados financeiros mais sofisticados a separação entre os órgãos de gestão e os investidores.

Os órgãos de administração desempenham as funções de organização e empreendedorismo, a que já nos referimos neste artigo, e que por simplicidade designamos por “capital humano”. O artifício de autonomização desta classe específica do fator trabalho é útil e permite traçar um paralelismo com o capital financeiro. Em certa medida representa um ativo (de capital) intangível, que é colocado ao serviço da valorização da empresa²⁷.

²⁵ Não querendo complicar a análise, é interessante notar que esta dessintonia se traduz numa distribuição de valor (ou riqueza) do fator capital em favor dos restantes fatores de produção. A eclosão da crise, com base numa ocorrência que, não sendo inesperada do ponto de vista da empresa (i.e., da sua gestão), tem efeitos disruptivos sobre o financiamento, suspende abruptamente o processo produtivo e conduz ao desemprego. Tudo isto porque os investidores se sentem injustamente prejudicados e insuficientemente remunerados pelos riscos, tendo repassado prémios indevidos para a empresa (o que lhe permitiu, por exemplo, pagar salários excessivos, ou praticar preços demasiado baixos, entre outros). A renovação e a continuidade do financiamento – ou seja, a sustentabilidade da empresa – não é mais possível no sistema contratual atual. É necessária uma nova estrutura de repartição de riscos para resolver o desequilíbrio.

²⁶ Aliás, a este propósito compreende-se a enorme relutância dos credores em financiar pequenas e médias empresas familiares, exigindo um número anormal de garantias e prémios de risco mais elevados. É um comportamento racional face à assimetria de informação e ao receio de poderem vir a ser expropriados da sua riqueza perante a ocorrência de acontecimentos inesperados.

²⁷ Num exercício de maior rigor, todo o fator trabalho é capital humano, assim como todos os processos produtivos e a experiência acumulada na organização constituem um capital de valor intangível que é colocado ao serviço da empresa. Ao restringir a aplicação do conceito de capital humano à gestão de topo, estamos apenas a sinalizar a sua maior importância, porque é

Acresce que, normalmente, os contratos de gestão de topo incorporam cláusulas de remuneração contingentes na *performance* empresarial – tal como o capital financeiro –, e faz parte das competências específicas do gestor criar e reforçar o valor intangível da organização que lidera. A qualidade da equipa de gestão acrescenta valor à empresa. Bloom *et al.* (2012)²⁸, entre outros, demonstram nos seus estudos empíricos que há empresas bem e mal geridas, no pressuposto de que a qualidade da gestão pode ser apreciada do ponto de vista da sua sustentabilidade.

Nesta formulação, pode-se argumentar que o capital humano disputa com o capital financeiro o excedente de exploração, procurando obter uma participação para remunerar o investimento em educação²⁹ dos gestores. Aliás, em reconhecimento deste investimento, os contratos de gestão que estipulam uma remuneração contingente na *performance* empresarial têm como principal objetivo alinhar interesses entre administradores e investidores financeiros.

Especificamente, os gestores que investem no desenvolvimento das suas capacidades transportam esse valor intangível de conhecimento para a empresa, sob a forma de uma participação, ou quota de capital não explicitada financeiramente. A empresa é, em sentido figurado, o ecossistema na qual podem aplicar o seu investimento, cujo sucesso pode ser medido pelos ganhos de eficiência operacional alcançados e pela eficácia na gestão dos riscos e da incerteza³⁰.

Por seu lado, os investidores financeiros são necessários para suportar a existência da organização, ambiente indispensável à rentabilização do capital humano, e sem a qual a função de gestão não existiria. Esta construção enfatiza

hierarquicamente superior e depende dela a capacidade para preservar e fazer crescer o valor intangível da organização.

²⁸ Bloom, Nicholas; Christos Genakos; Rafaella Sadun; & John Van Reenen (2012). "Management practices across firms and countries". *Academy of Management Perspectives*, vol. 26 no. 1, pp. 12-33.

²⁹ O investimento em educação deve ser entendido em sentido lato. Vai para além do simples processo de educação formal e compreende a experiência e a formação profissionais acumuladas ao longo da vida.

³⁰ Apenas uma nota sobre a gestão de riscos. Na perspetiva dos modelos teóricos das finanças, o gestor altera a distribuição de probabilidade dos retornos da empresa, conseguindo soluções que maximizam os resultados e minimizam, *ceteris paribus*, os riscos incorridos (i.e., que garantem o menor custo do risco). Entretanto, a sua função não é, necessariamente, a de reduzir a exposição aos riscos em sentido absoluto. Antes, deve esforçar-se por garantir que consegue um sistema de contratos coerente com o perfil de riscos da empresa. Sem entrar em detalhes, um gestor de uma *start up* deve procurar soluções de financiamento, em que os investidores estejam disponíveis para assumir os elevados riscos do negócio: ao invés de escolher contratos de crédito, deve antes identificar *venture capitalists*, disponíveis para assumir os efeitos da incerteza como credores residuais.

a relação de cumplicidade e potencial conflitualidade entre detentores do capital humano e financeiro. Nomeadamente a equipa de gestão, ao mesmo tempo que disputa uma parcela nos resultados de exploração, também permite controlar melhor os riscos incorridos pelo capital financeiro investido.

A teoria financeira moderna refere esta situação como separação entre "propriedade" e "controlo", em que o primeiro termo se refere aos proprietários financeiros da empresa (acionistas e credores), e o segundo compreende a administração e as equipas de gestores profissionais. Na medida em que o quadro institucional confere poder aos investidores financeiros para escolher a equipa de gestão, esta separação consubstancia-se num contrato, dirigido pelos acionistas aos gestores, em que se explicitam direitos e deveres. Na terminologia jurídica é um contrato de mandato em que o agente (o gestor) atua no sentido dos interesses do principal (o investidor)³¹. E, como qualquer contrato, sendo incompleto, a sua execução está sujeita a interpretação, nomeadamente num contexto de assimetria de informação³².

Neste contexto, com contratos incompletos, a possibilidade de conflitos de interesse é real e, como tal, o fenómeno de assimetria de informação entre investidores financeiros e a empresa encontra nesta relação terreno fértil de propagação. A maneira como a vantagem é explorada pelos gestores, em benefício próprio (ou da empresa), é um dos assuntos que mais alimenta o debate contemporâneo, no rescaldo da crise e depois dos escândalos financeiros, que culminaram com a imputação de uma parte significativa da responsabilidade ao comportamento oportunista dos gestores.

A divergência de conhecimento entre os gestores e os seus investidores apenas pode ser comprovada *ex-post* e, mesmo assim, pela simples observação do resultado alcançado torna-se difícil distinguir entre o que resulta do simples acaso, e o que resulta do esforço empregue na gestão de riscos³³. Daqui advêm dois problemas a propósito da assimetria de informação: *primeiro*, o

³¹ A expressões "principal" e "agente" são retiradas da teoria financeira, no âmbito de uma das linhas de investigação, conhecida por "teoria do agente-principal". Mas, na realidade, corresponde a uma efetivação do contrato jurídico de mandato, em que existe um "mandante" e um "mandatário", em que este atua sob as ordens daquele.

³² A teoria económica refere que os contratos incompletos se devem a racionalidade limitada e, não menos importante, ao uso estratégico da assimetria de informação entre as partes que o celebram.

³³ A crise só se torna evidente quando os cenários adversos se sucedem e são sistematicamente piores do que o expectável. Na fase inicial, em que (por coincidência) os eventos são positivos, ambos, empresa e investidores, se sentem justamente compensados. O contrato – e, com ele, o equilíbrio – só é colocado em questão no momento em que os investidores reconhecem que a sequência de acontecimentos não tem cabimento dentro das expectativas iniciais que nortearam o investimento.

de saber se a realização adversa poderia ser evitada³⁴, ou se decorre de insuficiente esclarecimento do investidor³⁵; e, *segundo*, se o ganho assim alcançado é apropriado pelo gestor ou pela empresa³⁶. Em qualquer dos casos, o debate remete-nos para questões comportamentais, seja na relação de confiança que se estabelece entre o acionista e a equipa de gestão, seja no campo da razão e da moral, quando a vantagem informativa é objeto de utilização estratégica pelos gestores.

8. O investimento coletivo e o quarto fator explicativo

No mundo moderno o investimento financeiro opera-se maioritariamente através de veículos de investimento coletivo, de que os fundos de investimento e de pensões são exemplos. Principalmente por razões de custo de transação e porque o acesso a informação exige tempo e conhecimento, os aforradores – indivíduos e empresas – juntam-se em grupo para identificar oportunidades de investimento e realizar aplicações, de modo mais eficaz do que o que ocorreria individualmente³⁷. Na prática, tais fundos são patrimónios coletivos, cuja administração é confiada a especialistas que, em nome dos seus proprietários, gerem tendo em vista a maximização do seu valor, i.e., o crescimento da riqueza.

A existência de veículos de investimento coletivo suscita várias questões, algumas das quais já abordadas anteriormente. *Primeiro*, no contexto da teoria agente-principal, tais intermediários financeiros suportam uma cascata de

³⁴ Tal só pode ser alcançado com maior empenho e dedicação (i.e., esforço, nos modelos teóricos de gestão financeira) do gestor.

³⁵ A deliberada omissão de informação pelo gestor (em nome da empresa) resulta numa formulação deficiente de expectativas, induzindo o investidor a idealizar cenários que são inconsistentes com a realidade.

³⁶ A apropriação indevida pelo gestor corresponde a uma remuneração excessiva pelas suas funções, em virtude de não ser capaz de cumprir a distribuição de valor prometida. Eventualmente, o valor expropriado aos investidores pode ser distribuído pelos outros fatores de produção. Por exemplo, é comum verificar que determinados comportamentos empresariais permitem redistribuir valor entre acionistas e credores.

³⁷ A existência de economias de escala nos custos, na recolha e no tratamento de informação é uma das principais razões para a existência de intermediários financeiros, que vão desde os bancos até aos fundos de investimento. A distinção entre as várias modalidades de intermediários financeiros tem a ver com os distintos mecanismos de gestão e partilha de riscos. Por exemplo, perante um depositante, um banco assume a quase totalidade dos riscos de investimento, prometendo uma remuneração fixa; enquanto, no caso de um fundo de investimento, o gestor apenas se compromete com a realização de esforços para maximizar o retorno por unidade de risco incorrida. De permeio, uma multiplicidade de organismos povoa o espectro de instituições financeiras.

contratos de representação³⁸, que amplificam os riscos associados à assimetria de informação, como sejam a possibilidade de comportamento adverso dos gestores, ou a distorção na comunicação de informação entre instituições sucessivas. Na prática, aumenta-se o distanciamento entre os extremos da cadeia de financiamento – isto é, o aforrador e a empresa ficam longe um do outro – e torna-se menos claro e mais difícil o alinhamento de interesses³⁹. A cascata de representação traduz-se numa situação em que uns agentes respondem perante outros, com base em funções-objetivo explicitadas de modo nem sempre muito claro e sujeitas a distorção no quadro da incerteza e da assimetria de informação.

Segundo, restritos à esfera financeira, alguns veículos de investimento coletivo perspetivam-se como empresas vocacionadas para atuar exclusivamente no negócio de instrumentos financeiros, estruturando contratos de partilha de riscos entre os seus participantes e, conseqüentemente, reproduzindo na íntegra o problema da fragilidade do equilíbrio contratual que se verifica nos sectores industriais⁴⁰. Tradicionalmente, a função financeira empresarial sempre esteve confinada aos bancos e a uns quantos intermediários financeiros⁴¹. Entretanto, a vaga de liberalização e desregulação da última década do século XX alimentou o aparecimento célere de uma multiplicidade de

³⁸ Por exemplo, quando numa operação financeira as ações de uma empresa são adquiridas por um fundo de pensões, o proprietário último (i.e., o principal) é de facto o contribuinte-pensionista, mas a transação e a negociação que a suporta são conduzidas pelos gestores (i.e., os agentes, nas duas organizações).

³⁹ A verificação de alinhamento de interesses entre as duas pontas da cadeia de financiamento requer que estes sejam resilientes à sucessão de contratos de representação. Na ausência de assimetria de informação e na impossibilidade de usar oportunisticamente qualquer vantagem informacional, o distanciamento por si só não constituiria um entrave. Aliás, os intermediários financeiros poderiam encontrar justificação de ser na eficiência e eficácia que aportam ao processo de escolha e realização de investimentos. Contudo, a teoria financeira demonstra que a assimetria de informação cria um quadro de incentivos perverso que favorece a adoção de comportamentos *moral-hazard* pelos gestores.

⁴⁰ Vide secção 5, sobre a complexidade da empresa.

⁴¹ Entendemos por função financeira empresarial o exercício de uma atividade económica que consiste na recolha de fundos (no caso dos bancos, os depósitos), com a finalidade de os aplicar em investimentos por conta e risco do próprio intermediário financeiro (ainda no caso dos bancos, o crédito). Exemplificando, um banco é, ele próprio, uma empresa comandada por uma equipa de gestão, cujo sucesso nos investimentos realizados é condição necessária para assegurar o reembolso e o retorno aos depositantes. É fácil compreender que, nestas circunstâncias, os riscos dos depositantes estejam relacionados com os riscos da carteira de crédito, os quais, por sua vez, dependem da *performance* dos projetos industriais que financiam. A existência de intermediários financeiros que atuam por conta própria cria uma cortina de opacidade que impede os aforradores de conhecer o verdadeiro destinatário final dos fundos. Ilustrativamente, o sigilo bancário não permite que os depositantes conheçam com minúcia a carteira de crédito concedido pelo seu banco.

instituições financeiras complexas, que reduzem a transparência do sistema de uma forma sem precedentes. *Hedge funds*, *shadow banking* ou *peer-to-peer lending* são exemplos recentes que desafiam a cadeia de financiamento tradicional e entram definitivamente no léxico dos investidores⁴².

Terceiro, a multiplicidade de instituições financeiras tem complexificado a cadeia de financiamento da economia, ao contribuir com ofertas de serviços de intermediação que se sobrepõem em camadas sucessivas⁴³. A opacidade do sistema de financiamento é adensada com o facto de os intermediários financeiros investirem mutuamente uns nos outros, criando uma teia de relações em sentido ascendente e descendente, que torna difícil compreender as relações de causalidade, mesmo no cenário hipotético em que os mercados são completos e perfeitos e há partilha da informação sem restrições. Curiosamente, foi por esta razão que, aquando da crise do *subprime*, se tornou difícil obter uma estimativa das perdas – ou seja, uma quantificação do risco sistémico – porque o novelo de relações tornou quase impossível – i.e., materialmente difícil e moroso – o cálculo da cascata de efeitos.

As fissuras⁴⁴ introduzidas na economia pelos intermediários financeiros não são novas e sempre tiveram um papel de relevo em épocas de crise. A este propósito basta lembrar algumas crises bancárias do século XX, ou até a grande depressão, para constatar a associação ao sistema financeiro, como causa, consequência, ou ambos. Contudo, foram os avanços da teoria financeira, a par do progresso tecnológico nos sistemas de informação e de comunicação, que iniciaram um caminho a passos largos para os níveis de complexidade e de fragilidade sem precedentes da atualidade. Hoje, os mercados respondem de forma contínua e incessante às notícias que chegam, sejam elas informação fundamental ou simplesmente ruído, e fazem-no com níveis de nervosismo que se propagam em cadeia e, não raras vezes, de modo amplificado à economia real, sobretudo em momentos de crise (risco sistémico).

⁴² No mundo financeiro contemporâneo abundam instituições financeiras opacas, cujos investimentos nem sempre são completamente compreendidos pelos investidores e cujas promessas contratuais de rentabilidade nem sempre são consistentes com as estruturas existentes, num quadro de mercados incompletos e de assimetria de informação. Concretamente, a distribuição de probabilidade percebida pelos investidores nestes intermediários financeiros é distinta daquela que os próprios intermediários concebem a propósito da carteira de investimentos em que aplicam os fundos recolhidos.

⁴³ Os intermediários financeiros colocam-se uns atrás dos outros no financiamento à economia, repartindo entre si a cadeia de valor do financiamento à economia, interpondo-se entre os aforradores (nomeadamente, as famílias) e os utilizadores finais dos fundos financeiros (i.e., as empresas).

⁴⁴ Para usar a expressão "fault lines" de Rajan, Raghuram G. (2010). *Fault Lines: How hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton: Princeton University Press, ISBN 978-0691152639.

9. A inovação financeira e o quinto fator explicativo

Não podemos encerrar este debate sem uma referência à inovação financeira que acompanhou a par e passo o aparecimento de novas instituições e mercados financeiros. Nos últimos anos foi idealizada uma miríade de instrumentos – apropriadamente designados por contratos de “derivados” – com o propósito de gerir melhor os riscos. A sua criação partiu do pressuposto de que os diversos riscos associados ao investimento podem ser isolados e, sucessivamente, redistribuídos pelos agentes económicos com maior aptidão para os suportar⁴⁵. Foram os avanços teóricos conseguidos no último quartel do século XX que permitiram adicionar os contratos de opções⁴⁶ aos contratos de futuros, já existentes, e revolucionar a indústria financeira⁴⁷.

Desde então, os investidores têm acesso a um amplo leque de instrumentos derivados para usar em estratégias de cobertura de riscos, com perfis e objetivos de rendimento muito diversos. Entretanto, os mesmos instrumentos que são usados para mitigar riscos também funcionam como alternativas de investimento (e de especulação). E, como se trata de instrumentos financeiros derivados, o seu valor depende de outros ativos financeiros que lhes servem de suporte. Por exemplo, o valor de um contrato de opção sobre as ações de uma empresa listada em bolsa depende da evolução da respetiva cotação⁴⁸. Neste plano, repare-se no paralelismo entre a inovação financeira e os veículos de investimento coletivo, no que respeita ao aumento do número de camadas sucessivas no processo de financiamento à economia.

A rápida propagação dos instrumentos financeiros derivados a todas as categorias de investidores ficou a dever-se à generalização de práticas de

⁴⁵ O isolamento dos riscos é realizado por via contratual sucessiva. Por exemplo, na concessão de crédito, o contrato original preserva integralmente as suas características. O credor que pretenda proteger-se do eventual incumprimento celebra com a contraparte um novo acordo, em que transfere – mediante pagamento – a propriedade do risco de crédito associado ao contrato original. O novo acordo é um instrumento derivado (porque as suas características derivam do primeiro contrato de crédito) e o investimento na economia tem como suporte dois contratos financeiros, celebrados de forma sequencial.

⁴⁶ Anote-se que os contratos de opções tinham existência anterior. Aliás, é possível traçar a sua origem até um passado bem longínquo da história. No entanto, não sendo conhecida qualquer metodologia de determinação do seu valor, o seu uso era bastante limitado.

⁴⁷ Ver artigo seminal de Black, Fischer, & Myron Scholes (1973). “The pricing of options and corporate liabilities”, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, no. 3, pp. 637-654.

⁴⁸ Concretamente, em se tratando de uma opção para comprar uma certa quantidade de ações a um preço previamente determinado, o valor deste contrato é tanto superior quanto mais elevada a cotação da ação, e vice-versa. Não querendo complicar a análise, refira-se, entretanto, que a relação entre o valor da opção e da ação não é linear nem constante, porque os contratos de opções estabelecem direitos e deveres assimétricos entre os contraentes.

gestão de riscos. Comportamentos suportados no argumento de que é possível proteger os investimentos financeiros perante as flutuações adversas da economia: usam-se *swaps* para garantir a previsibilidade dos rendimentos de taxa de juro; recorre-se a futuros para fixar a taxa de câmbio; ou a derivados de crédito para cobrir riscos de falência; entre tantos mais, uns simples, outros complexos. A sua função é redistribuir os riscos pelos agentes económicos, mas, quando levados ao extremo, são lotarias para os investidores⁴⁹.

A ideia de que a redistribuição de riscos, permitida pelos novos instrumentos financeiros, beneficia a atividade económica é indiscutível. A celebração específica de contratos para mitigar riscos justifica-se com base na constatação de que os riscos estão deficientemente distribuídos e que existe um mercado para a sua transação. Entretanto, não nos podemos esquecer de que se trata de puras contratações financeiras, para cuja valorização se recorre a sofisticados modelos estatísticos e matemáticos, num mundo de informação imperfeita e assimétrica, e cuja verdade pode ser contestada *a posteriori*, ou seja, por “cisnes negros”⁵⁰. Compreende-se, assim, que o risco de se poder assistir a uma criação artificial de valor, por via do uso de instrumentos derivados em estratégias de cobertura, é real e bem elevado⁵¹.

Não é fácil encontrar as razões de tamanha inovação financeira nos mercados financeiros. Seguramente, a separação entre a propriedade e o controlo induz os gestores a assumir comportamentos defensivos e de proteção face a riscos. E, para eles, os instrumentos derivados têm uma importância muito especial, porque lhes permite concentrar esforços em funções específicas e desenvolver as vantagens competitivas da empresa. Ao mesmo tempo, do ponto de vista microeconómico, os instrumentos derivados oferecem um veículo para delegar a gestão de determinados riscos em entidades

⁴⁹ Por exemplo, para um detentor de um derivado de risco de crédito, apenas o incidente do incumprimento conduz a remuneração. Fora desse contexto, o contrato não oferece qualquer pagamento, em claro contraste com os instrumentos mais tradicionais, em que a multiplicidade de riscos latentes suporta uma maior dispersão de rendimentos, associados à maior diversidade de estados da natureza possíveis.

⁵⁰ Nada mais que a expressão da simples “fragilidade dos modelos de avaliação”.

⁵¹ Aliás, o fenómeno do *subprime* radica nesta constatação. Uma parte significativa das perdas observadas deveu-se a modelos de avaliação de risco imperfeitos e defeituosos que, inicialmente, conduziram a uma criação de valor artificial. Com a crise, os ganhos foram destruídos, a que se sucedeu a falência de vários investidores. Por exemplo, a falência da AIG – grande seguradora de riscos de crédito para os produtos estruturados vendidos pelos bancos de investimento – resulta do preço demasiado baixo por que foram vendidos os contratos de seguro, por comparação com os riscos que se propunham segurar. Aquando da crise e mediante a impossibilidade de a seguradora honrar os compromissos, os investidores em títulos *subprime* viram defraudadas as suas expectativas, tiveram de reconhecer perdas e enfrentaram a desvalorização da sua riqueza.

especializadas e mais competentes para o efeito. Contudo, em termos agregados, a teia de relações individuais desenvolve-se e densifica-se de modo imprevisível, complexificando e dificultando a avaliação, ao mesmo tempo que exacerba os efeitos perversos da existência de informação incompleta e assimétrica.

Finalmente, a adicionar a esta preocupação generalizada com a cobertura de riscos, não podemos esquecer o quadro de incentivos ao aparecimento de investidores que, a cada momento, exploram os desequilíbrios existentes nos mercados financeiros, através de uma atuação a que os economistas chamam de "arbitragem". Por facilitar as estratégias de "arbitragem", os instrumentos derivados estão na origem de instituições financeiras vocacionadas exclusivamente para estas funções: nas suas várias formulações, os *hedge funds* são disso um bom exemplo. Ora, atendendo à fragilidade dos modelos de avaliação atrás exposta, é fácil concluir que estes intermediários são, eles próprios, fatores de risco que pairam sobre o sector⁵².

10. Conclusão

O sector financeiro ocupa um lugar central nas crises económicas, certamente como causa e consequência. Entretanto, na busca de respostas ao problema, não nos podemos deter na especulação financeira como fator único de fragilidade. A complexidade crescente das instituições e dos instrumentos financeiros sugere outras razões que, sem colocar em causa a moral e a ética dos investidores, podem explicar a elevada volatilidade observada nos mercados financeiros e que se propaga à economia real. A miopia dos reguladores, incapazes de compreender completamente esta realidade, é, também, uma das causas desta crise.

Os mercados incompletos, a racionalidade limitada e a assimetria de informação demonstram, de forma inequívoca, quão difícil é celebrar contratos e de que modo esta dificuldade se materializa em riscos para os contraentes. No caso do sector financeiro, a dificuldade é acrescida pelo facto de o investimento consistir numa transferência intertemporal de recursos, em que o risco e a incerteza são amplificados pelas dinâmicas de evolução sociais, políticas e tecnológicas que se estendem no tempo.

A complexa teia de contratos financeiros da atualidade torna difícil o estabelecimento de qualquer relação de causalidade entre a economia real e o

⁵² Como, aliás, já se tinha verificado antes da última crise, com o colapso do LTCM (Long Term Capital Management) no ano de 1998, na sequência da crise financeira da Rússia.

sector financeiro. Sucessivas camadas de instrumentos derivados são utilizados para autonomizar e destacar riscos de outros ativos financeiros, originando uma densa rede de exposições e transações entre os vários intermediários que, ao mesmo tempo, alargam a distância entre as poupanças originais das famílias e o investimento final em capital pelas empresas. Em consequência, os choques propagam-se em cadeia, de modo nem sempre perceptível ou antecipado, induzindo nos agentes económicos comportamentos defensivos de aversão ao risco, ao mesmo tempo que amplificam os efeitos negativos sobre a economia, naquilo a que os economistas chamam de “risco sistémico”.

Também por isso, a crise é o resultado perverso da complexidade do sistema financeiro, apesar dos benefícios que tal evolução proporcionou, em termos de aumento do número de ferramentas de gestão de riscos ao nível individual. Os Estados e os reguladores, em particular, preocupados com os efeitos sobre o equilíbrio agregado, têm respondido com mais exigências regulatórias, na esperança de conseguir estabilizar o sistema. Contudo, como refere Goldin (2014)⁵³, não se pode responder a um mundo complexo com complexidade acrescida. E é hoje um facto que as instituições financeiras estão sujeitas a um nível de restrições tal, que ameaça a sua função mais básica de financiamento da economia, prejudicando o investimento e aprofundando a crise.

O progresso tecnológico, a par com o crescimento exponencial das interdependências, e a desintegração política e económica das sociedades resultaram numa circunstância em que os riscos têm uma natureza complexa: não se limitam à esfera financeira e são capazes de conduzir à falência as restantes componentes do sistema económico e social. Ainda segundo Goldin (2014), a última crise veio demonstrar que os mecanismos de gestão de risco à escala global são inadequados e que a sociedade não está institucionalmente preparada para lidar com os avanços alcançados. No sector financeiro, a resposta dos reguladores, complexificando o sistema, pode ser mais um passo no sentido errado.

⁵³ Goldin, Ian; & Mariathasan, Mike (2014). *The Butterfly Defect: Globalisation creates systemic risks and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press. ISBN 978-0691154701.