

Riscos e incertezas associados aos investimentos no mercado financeiro

Alonso Luiz Pereira

Resumo: Este artigo tem por objetivo realizar uma análise dos riscos e incertezas associados aos investimentos no mercado financeiro, apresentando a diferença conceitual entre risco e incerteza, a classificação e tipologia dos riscos, os acordos para redução dos riscos nas atividades bancárias e os riscos presentes nos títulos negociados por empresas e governos. Ao recorrer ao mercado financeiro para realizar um investimento é necessário analisar a instituição financeira e os ativos financeiros que estão sendo adquiridos, assim como avaliar os riscos de cada operação, o que possibilitará que os retornos possam ter suas probabilidades distribuídas diante das diversas variáveis, passando-se de uma situação de incerteza para uma situação de risco. Embora o mercado financeiro esteja cada vez mais regulado e autorregulado, nenhuma estratégia de investimento é livre de risco e os investidores necessitam estarem atentos à dinâmica e a evolução das normas e regras específicas de cada mercado, condição para um investimento seguro e eficiente. Contudo, algumas variáveis que influenciam os mercados financeiros não podem ser mensuradas e, portanto, alguns eventos são aleatórios. O conhecimento e a gestão dos riscos podem minimizar os seus efeitos nos investimentos possibilitando que os retornos, mesmo que aleatórios, não sejam totalmente incertos. Nas exceções, a exemplo da recente crise mundial conhecida como “Crise do Subprime”, as probabilidades não terão consistência, ocorrendo o fenômeno denominado de “Cisne Negro”, um acontecimento altamente improvável que, após a sua ocorrência, é arquitetada uma explicação que o faz parecer menos aleatório. Assim, o conhecimento da estrutura do mercado financeiro e o acompanhamento da evolução dos riscos é fundamental para a decisão de assumir ou transferir os riscos de um investimento, o que está diretamente relacionado ao retorno esperado.

Palavras-Chaves: Riscos; Incertezas; Mercado Financeiro; Decisão; Investimentos.

Abstract: This paper aims to carry out an analysis of the risks and uncertainties associated with investing in the financial market, presenting the conceptual difference between risk and uncertainty, classification and typology of risks, agreements to reduce risks in banking activities and risks in titles traded by companies and governments. By resorting to the financial markets to realize investment is necessary to analyze the financial institution and the financial assets that are being acquired, and assess the risks of each transaction, which will enable the returns can have their probabilities distributed on the different variables, passing -If a situation of uncertainty for risk. While financial markets are increasingly regulated and self-regulated, no investment strategy is risk free and investors need to be aware dynamic and evolving standards and specific rules of each market condition for secure and efficient investment. However, some variables that influence financial markets can not be measured and therefore some events are random. Knowledge and risk management can minimize their effects on investment allowing returns, even though random, are not totally uncertain. The

exceptions, such as the recent global crisis known as "Subprime Crisis", the odds will not be consistent, occurring phenomenon called "Black Swan," a highly unlikely event that, after its occurrence, is architected an explanation that makes it appear less random. Thus, knowledge of financial market structure and monitoring the evolution of risk is fundamental to the decision to assume or transfer the risks of an investment, which is directly related to the expected return.

Keywords: *Risks; Uncertainties; Financial Market; Decision Investments.*

Introdução

Para Bodie, Kane e Marcus (2010), investimento está voltado para a seleção de ativos, podendo ser ativos seguros, de risco ou a combinação dos dois. Assim, os ativos de investimento são classificados em uma ampla categoria, como ações, títulos de dívida, imóveis e *commodities*, dentre outros. Desta forma, o investidor precisa tomar a decisão de alocação dos ativos, que é a escolha entre as amplas categorias de ativos existentes e a seleção de ativos, que é a escolha dos títulos específicos.

Para que a escolha seja adequada, o investidor necessita conhecer as alternativas existentes e obter as informações necessárias, a fim de mitigar o risco e realizar uma escolha mais racional possível. Necessita-se, ainda, da análise das características dos ativos escolhidos, para que tenha segurança nas decisões tomadas.

Segundo Reilly e Norton (2008, p. 3), "investimento é o comprometimento atual de recursos por um período na expectativa de receber recursos futuros que compensarão o investidor". Na compensação, para os autores, considera-se o tempo durante o qual os recursos estão comprometidos, a taxa de inflação esperada no período e as incertezas voltadas ao recebimento. Tais fatores são preponderantes para a exigência dos investidores, pois quanto maior o tempo, taxa de inflação e incertezas no recebimento, maior o retorno exigido.

Segundo Sá (1999), tanto o risco quanto a incerteza estão relacionados a um conhecimento considerado imperfeito sobre algo. Contudo, para o autor, existe uma diferença conceitual entre ambos, pois numa situação de risco, a distribuição das probabilidades de cada um dos eventos relacionados à tomada de decisão é conhecida, enquanto numa situação de incerteza, não há conhecimento objetivo da distribuição das probabilidades associadas aos eventos.

No que se referem às incertezas, mesmo não se conhecendo a distribuição das probabilidades, boas informações aliadas à capacidade de avaliação, permitem a construção de distribuição de probabilidades, mesmo que subjetivas (SÁ, 1999). Contudo, o autor ressalta que essa visão não é unanimidade nas escolas estatísticas. A escola clássica não aceita a distribuição das probabilidades subjetivas, utilizando técnicas desenvolvidas pela teoria dos jogos enquanto a escola bayesiana considera impossível ignorar as probabilidades subjetivas.

Assaf Neto (2011) apresenta a variável incerteza como um aspecto fundamental no estudo das operações no mercado financeiro, isto, porque, os resultados das decisões financeiras não

podem ser considerados totalmente certos e previsíveis. O autor ressalta que toda vez que a incerteza associada à verificação de determinado evento possa ser quantificada por meio de uma distribuição de probabilidades dos diversos resultados previstos, diz-se a decisão está sendo tomada sob uma situação de risco.

De acordo com Megliorini e Vallim (2009), havendo possibilidade de se fazer estimativas de probabilidade para os rendimentos previstos em um investimento, passa-se de uma situação de incerteza para uma situação de risco, podendo-se afirmar que:

- O risco está associado à variabilidade do retorno de um investimento e resulta na possibilidade de ganhos ou prejuízos.
- O retorno corresponde aos ganhos ou prejuízos proporcionados por um investimento.
- A incerteza está associada à ausência de conhecimentos ou de informação sobre os acontecimentos futuros, o que não possibilita conhecer com antecipação o resultado de um investimento (MEGLIORINI; VALLIM, 2009, p. 68).

Para Mellagi e Ishikawa (2012, p. 207), “a evolução dos meios de transmissão de dados, a liberação dos mercados e a baixa regulamentação econômica fizeram com que as incertezas aumentassem nas operações financeiras” O estudo da dinâmica dos mercados financeiros representa hoje um dos maiores desafios relacionado à economia de mercado. A completa previsibilidade do seu comportamento não é algo possível, já este mercado é movido por opiniões, elementos políticos, realidades sociais, dentre outros.

Considerando que nestes mercados existem vários agentes, como pessoas, governos e empresas, além das instituições financeiras e agentes que realizam a intermediação, associados à assimetria de informações, existem riscos inerentes às operações. Para Pinheiro (2012), os intermediários financeiros desempenham papel importante nos mercados financeiros pelo conhecimento especializado, economia de escala e pelos volumes suficientes para diversificação e estabilização de riscos.

Segundo Assaf Neto (2011, p. 133), “a assimetria de informações é um comportamento observado no mercado financeiro em que um agente econômico tenha mais informações do que outro”. Para o autor, a assimetria de informações prejudica o relacionamento entre as partes e cria dois problemas no mercado financeiro: o risco moral (*moral hazard*) e a seleção adversa. O primeiro ocorre quando o tomador de recursos altera sua capacidade de pagamento revelada após a transação e o segundo quando um ativo é depreciado ou superavaliado numa transação.

De acordo com Gitman (2009), o risco pode ser definido com uma possibilidade de perda financeira. Assim, os ativos que possuem maiores possibilidades de perdas financeiras podem ser considerados mais arriscados, ou seja, o risco está voltado para a variabilidade ou volatilidade do ativo. Para o autor, risco total de um ativo é dado pelo somatório do risco sistemático (risco de mercado) e do risco não sistemático (risco específico).

De um modo geral, o risco total de um ativo é subdividido em uma parcela causada por eventos controláveis e uma parcela causada por eventos não controláveis. Segundo Mellagi e Ishikawa (2012, p. 208), há dois tipos de risco, segundo a literatura financeira tradicional:

Risco não-sistemático: risco relacionado ao próprio desempenho do investimento. Também chamado de risco “**diversificável**”, devido à possibilidade de sua diluição em uma carteira (ou seja, junto com outros investimentos) e risco “do negócio”.

Risco sistemático: também chamado de risco “**não-diversificável**”, risco de “mercado” e risco “comum”. A princípio, é um risco relacionado às condições macroeconômicas e está fora do controle do investidor individual, afetando todos os seguimentos econômicos.

Corroborando com esta classificação, Assaf Neto (2011) define o risco sistemático como inerente a todos os ativos negociados em mercado, decorrente de eventos de natureza política, econômica e social e o risco não sistemático como aquele identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando para os demais ativos da carteira.

Mesmo havendo uma diferença conceitual entre risco e incerteza, a literatura financeira dedica-se ao estudo do risco, considerando-o com uma incerteza decorrente com comportamento do mercado, o qual apresenta um comportamento imprevisível e aleatório, que não pode ser determinado mesmo com o conhecimento do seu desempenho passado. Assim, nenhuma operação está livre de risco, pois o mesmo é inerente às operações no mercado financeiro.

Para Bodie, Kane e Marcus (2010), apenas o governo pode emitir títulos de dívida livres de risco devido ao poder de tributar e controlar a emissão de moeda. Contudo, o título de dívida pública estaria sujeito ao risco da taxa de juros, que em termos reais muda com o passar do tempo, tornando o valor futuro do título também incerto.

Além do argumento apresentado pelo autor, a inflação apresentada por algumas economias representa um risco para o retorno real de um investimento, pois a variação de sua taxa em um determinado período fará com que o retorno real de um investimento sofra variações.

Como o conhecimento e a gestão de risco podem minimizar os seus efeitos nos investimentos possibilitando que os retornos mesmo que aleatórios não sejam totalmente incertos? A fim de buscar possíveis respostas a essa problemática, este artigo tem por objetivo realizar uma análise dos principais riscos associados às alternativas de investimentos, discorrer sobre os riscos inerentes às atividades bancárias e aos ativos negociados no mercado financeiro.

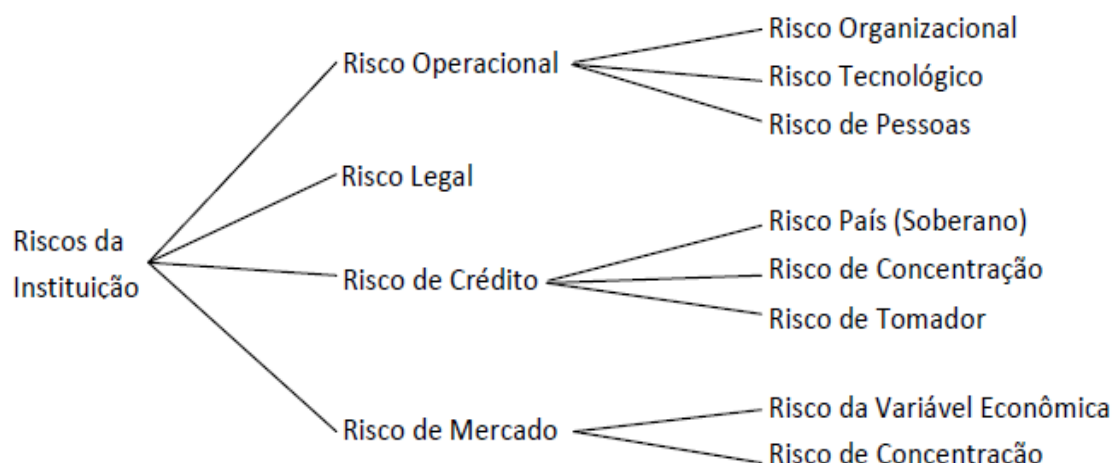
Classificação dos riscos

De acordo com Assaf Neto (2011), os principais riscos no mercado financeiro podem ser classificados da seguinte forma:

- **Risco de variação das taxas de juros:** ocorre quando há um descasamento entre os prazos dos ativos (aplicações) e passivos (captações) ou quando uma aplicação sofre interferência da variação da taxa de juros.
- **Risco de crédito:** definido como a possibilidade do não recebimento dos valores prometidos, devido à possibilidade do devedor não cumprir suas obrigações financeiras na data prevista, tornando-se inadimplente.
- **Risco de mercado:** relacionado à oscilação do preço dos ativos e passivos negociados no mercado. Pode ser entendido como as possibilidades de perda decorrente das variações de preço do ativo no mercado.
- **Risco operacional:** possibilidade de perdas determinadas por erros humanos, falhas de sistemas, eventos externos, fraudes, entre outros. Geralmente está voltado para as pessoas, os processos e a tecnologia utilizada.
- **Risco de câmbio:** decorrente das variações cambiais quando uma aplicação é feita no exterior, devido ao descasamento de posições em moedas estrangeiras.
- **Risco soberano:** restrições que um país pode impor aos fluxos financeiros, como por exemplo, determinando limites à entrada e saída de capitais ou até mesmo a suspensão.
- **Risco de liquidez:** relacionado à disponibilidade imediata de caixa diante da demanda por parte dos depositantes e aplicadores, o que pode ocorrer diante de instabilidade do mercado ou devido a informações ruins sobre uma instituição financeira.
- **Risco legal:** decorre da falta de legislação atualizada sobre um determinado assunto no mercado financeiro ou da falta de padronização jurídica e termos nos contratos financeiros entre países.

Mellagi e Ishikawa (2012), apresentam uma classificação dos riscos inerente à atividade bancária (baseados em Duarte 2001, e Figueiredo 2001). Segundo os autores, todos os riscos resultam da possibilidade de interrupção dos pagamentos devidos e as instituições financeiras estão sujeitas tanto aos riscos intrínsecos às suas operações internas quanto os decorrentes de sua atuação no mercado.

Figura 1 - Riscos inerentes à atividade bancária



Fonte: Mellagi e Ishikawa (2012, p. 208).

O **risco operacional** está associado aos erros que podem ocorrer no funcionamento interno da instituição. Divide-se em risco organizacional, relacionados à inadequação dos processos adotados, riscos tecnológicos, voltados a uma infraestrutura tecnológica deficiente e risco de pessoas, decorrente da má qualidade do capital humano.

O **risco legal** consiste em um campo novo e diz respeito às sanções que a empresa pode sofrer em relação aos contratos ou pela legislação vigente. Envolve, ainda, possíveis perdas pela má interpretação dos tributos vigentes.

O **risco de crédito** é definido como a possibilidade do tomador de empréstimo não honrar seus compromissos de pagamento no vencimento. Subdivide-se em risco soberano, definido com a probabilidade de um país suspender pagamentos ou impedir a saída de capitais, risco de concentração, por concentrar recursos em poucas alternativas ou emprestar grandes volumes a uma única instituição e risco de tomador, relacionado às condições do tomador de empréstimo.

O **risco de mercado** decorre de mudanças no cenário econômico e influencia todas as instituições. Subdivide-se em risco da variável econômica (taxa de juros e taxa de câmbio) e risco de liquidez, ou seja, capacidade de honrar compromissos no vencimento.

De acordo com Duarte Júnior (2005, p. 2), “o risco global está presente em qualquer operação financeira. Portanto, é importante classificá-lo pelos fatores que o causam para que se possa estudar melhor cada classe de risco separadamente”. Assim, o autor, além de classificar os riscos em quatro dimensões: risco de mercado, risco operacionais, riscos de crédito e riscos legais e apresenta as principais subáreas de cada dimensão.

As subáreas do risco de mercado e do risco de crédito são bastante elucidativas para a compreensão dessas dimensões de risco, embora o foco da obra do autor seja a gestão de risco para fundos de investimentos, conforme Quadros 1 e 2.

Quadro 1 - Principais subáreas do risco de mercado

Risco	Definição
Taxa de juros	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido a mudanças inesperadas nas taxas de juros.
Taxas de câmbio	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido a mudanças inesperadas nas taxas de câmbio.
Ações	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido a mudanças inesperadas nos preços das ações.
<i>Commodities</i>	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido a mudanças inesperadas nos preços das <i>commodities</i> .
Liquidez	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido ao fato de suas posições não poderem ser facilmente vendidas ou financiadas a mercado.
Derivativos	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido ao uso de derivativos (para <i>hedge</i> ou especulação).
<i>Hedge</i>	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido ao mau uso dos instrumentos de <i>hedge</i> .
Concentração	Perdas potenciais de um fundo de investimento devido à não diversificação desse fundo.

Fonte: Duarte Júnior (2005, p. 3-4).

A Quadro 1 demonstra as principais subáreas de risco de mercado, não-diversificáveis e a figura 3 as principais subáreas de risco de crédito, passíveis de diversificação. Contudo, todos são riscos inerentes a qualquer operação.

Quadro 2 - Principais subáreas do risco de crédito

Risco	Definição
Inadimplência	Perdas potenciais decorrentes de uma contraparte não poder fazer os pagamentos devidos de juros ou principal no vencimento destes.
Degradação	Perdas potenciais devido à redução do <i>rating</i> de uma contraparte.
Garantia	Perdas potenciais devido à redução do valor de mercado das garantias de um empréstimo.
Soberano	Perdas potenciais decorrentes de uma mudança na política nacional de um país que afete sua capacidade de honrar seus compromissos.
Concentração	Perdas potenciais diante da concentração da exposição de crédito em poucas contrapartes.

Fonte: Duarte Júnior (2005, p. 5-6).

Para Reilly e Norton (2008), as fontes de risco de qualquer investimento podem causar flutuações do rendimento esperado, flutuações no preço futuro esperado do ativo e na quantia disponível para reinvestimento, prejudicando os retornos. Para os autores, a variabilidade dos fluxos de caixa, incertezas sobre a forma de financiamentos dos ativos e incapacidade de dispor de um ativo pelo valor justo de mercado são os riscos empresariais que afetam os investimentos.

Como o mercado financeiro é segmentado, a regulamentação sobre o gerenciamento do risco é estratificada para os diversos segmentos, sendo as principais normas e princípios voltados ao mercado monetário e de capitais, regulando o funcionamento das instituições financeiras e de valores mobiliários. O grau de regulação varia de acordo com a maturidade de cada segmento de mercado.

Acordo de Basileia

Após a Segunda Guerra Mundial, com o advento do Acordo de *Bretton Woods*, o sistema financeiro passou por um período de tranquilidade, com câmbio fixo e taxas de juros estáveis. Contudo, na década de 1960 começam a aparecer os primeiros problemas com o acordo quando o governo dos Estados Unidos necessitou aumentar sua base monetária gerando pressão inflacionária em diversos países, que, para manterem o acordo, necessitaram ampliar suas próprias bases monetárias.

A década de 1970 foi marcada por grande instabilidade do sistema financeiro internacional. Com o fim do sistema de *Bretton Woods*, no ano de 1973, as taxas de juros e de câmbio passaram a sofrer grandes flutuações. Somam-se a isso as crises do petróleo que causaram surtos inflacionários, as reservas em dólar dos países produtores de petróleo que tiveram grande adição desde o aumento do preço do produto e passaram a circular por mercados distantes de seus países de origem e os novos produtos financeiros surgiram no mercado.

May (2008), discorre que diante desta nova realidade do sistema financeiro, em 1974, os supervisores dos mercados financeiros do G-10 (fundado em 1962 por representantes dos governos centrais de Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Países Baixos e Reino Unido; e dos bancos centrais da Alemanha Ocidental e Suécia) criaram, vinculado ao BIS (*Bank for International Settlements*), o Basle Committee on Banking Supervision (Comitê de Supervisão Bancária da Basileia), objetivando criar padrões de supervisão e adequação de capitais através de uma rede de troca de informações entre os respectivos bancos centrais dos países signatários.

Assim, em 1975, o Comitê apresentou um acordo que tinha por objetivo criar diretrizes para a cooperação entre autoridades nacionais na supervisão de estabelecimentos, bancários estrangeiros, e sugerir maneiras de melhorar sua eficácia. Tal acordo ficou conhecido como “Concordata da Basileia”.

Figueiredo (2001, p. 3), relata que as grandes mudanças ocorridas na década de 1970 exigiram medidas para minimizar os riscos do sistema financeiro, com este objetivo, “o Comitê de Basileia criou padrões internacionais para o gerenciamento de risco que devem ser observados pelos participantes do mercado”.

Em 1988 o Comitê da Basileia apresenta a *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* (Convergência Internacional de Mensuração e Padrões de Capital), comumente conhecido como “Acordo de Basileia”. Costa, (2004, p, 27), cita que a sua finalidade é “proporcionar maior transparência, segurança e estabilidade às negociações de bancos internacionais, bem como proporcionar melhores condições de esses bancos competirem entre si em igualdade de condições, independente do país de origem”.

Segundo Assaf Neto (2011), este acordo, conhecido também como “Acordo de Basileia I”, promoveu a eliminação de diversas regulamentações dos bancos que promoviam vantagens competitivas diferenciadas, o qual regulamentado pelos bancos centrais signatários do documento contribuiu para a estabilidade e solidez das instituições financeiras, trazendo três novos conceitos para o sistema bancário:

- *Capital Regulatório*, que representa o capital próprio mínimo necessário para a proteção de ativos de risco;
- *Ativos Ponderados pelo Risco*, calculados pela aplicação de fatores de ponderação sobre os ativos expostos ao risco. Essa ponderação é feita por diferentes pesos estabelecidos pelo regulador; e
- Índice de Basileia, identificado pela relação entre o capital regulatório e os ativos ponderados pelo risco. [...] se o índice calculado de capital para a cobertura do risco for 8%, no mínimo, diz-se que o capital próprio do banco é adequado para a cobertura do risco de crédito (ASSAF NETO, 2011, p. 143).

As recomendações do Acordo de Basileia foram introduzidas no Sistema Financeiro Nacional, com a Resolução nº 2.099/94, do CMN, a qual estabeleceu uma capitalização mínima de 8%, calculada pela relação entre o patrimônio líquido da instituição financeira e seus ativos ponderados de risco. Destacam-se como principais aspectos da resolução o capital mínimo exigido a ser mantido pelas instituições financeiras, a necessidade de controle de risco e liquidez nas operações, obrigação da divulgação de informações de interesse dos clientes e reestruturação do Sistema Brasileiro de Pagamento (SBP).

De acordo com Mellagi e Ishikawa (2012) o Brasil, a exemplo dos países do G10, fixou o índice mínimo de cobertura de risco em 8%, utilizando fatores de ponderação compreendidos em quatro pesos distintos (0%, 20%, 50% e 100%), de acordo com o risco de cada operação, ficando os créditos junto ao Bacen, títulos públicos federais e operações de curtíssimo prazo com alto grau de liquidez com ponderação zero, depósitos bancários com livre movimentação com 20%, títulos públicos estaduais e municipais com 50% e os créditos junto ao setor privado com 100%.

De acordo com Assaf Neto (2011), foi divulgada uma nova versão do Acordo de Basileia, em 2001, o qual ficou conhecido como “Basileia II”. Segundo o autor, o novo acordo é mais complexo e abrangente do que o anterior e surgiu diante das constantes mudanças no sistema financeiro internacional e da internacionalização da atividade bancária. O novo acordo foi estruturado em três grandes pilares: exigência de capital mínimo, melhores práticas de gestão de risco e disciplina de mercado e redução da assimetria informacional.

Contudo, decorrente das volumosas perdas provocadas pela crise financeira iniciadas em 2006, nos Estados Unidos, a qual foi divulgada em 2007, como a “*Crise do Subprime*”, que se alastrou pelo mundo, culminando com a crise econômica de 2008, foi feito um novo acordo. Segundo Fortuna (2013), o “Acordo de Basileia III” foi oficialmente formalizado no início do terceiro trimestre de 2010 o qual, entre outras medidas criadas para o enfrentamento de crises financeiras, subiu de 8% para 13% o capital mínimo exigido sobre os ativos ponderados de risco das instituições financeiras.

O impacto da mudança do índice, conhecido como “Índice de Basileia – IB”, será menor no Brasil, que já adotava um índice de 11%, necessitando ajustá-lo para 13%, diferentemente no restante do mundo, que adota o índice de 8% (FORTUNA, 2013). Para o autor, algumas

adaptações já começaram a ser feitas e muitas mudanças serão realizadas visando a adaptação das instituições financeiras ao “Acordo de Basileia III”.

A Resolução 20.615, do Bacen, de 17 de fevereiro de 2011, traz as orientações preliminares e cronograma relacionados à implementação, no Brasil, das novas recomendações do “Acordo de Basileia III”. Segundo o Bacen, as principais economias, detentoras dos mais importantes sistemas financeiros, entre elas o Brasil, assumiram o compromisso de implementar essas recomendações na regulamentação de seus sistemas financeiros.

Apesar de complexo, o acordo inspira-se no princípio de que os bancos precisam ser seguros para seus clientes e ter recursos próprios suficientes para enfrentar situações de crise.

Governança Corporativa

Assaf Neto (2011, p. 142), conceitua governança corporativa como “a preocupação pela transparência da forma com uma empresa deve ser dirigida e controlada e sua responsabilidade nas questões que envolvem toda a sociedade”. Assim, a governança corporativa está voltada para os sistemas de valores e regem uma corporação, nas suas relações internas e externas.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade (IBGC, 2014).

Pinheiro (2012, p. 309), apresenta a governança corporativa como um conjunto de direito e práticas, adotadas de forma voluntárias pelas empresas, as quais habilitam uma organização a:

- atrair capital financeiro e humano;
- desempenhar suas metas de modo eficaz;
- perpetuar sua capacidade de gerar valor a longo prazo; e
- respeitar o interesse de todos os acionistas e da sociedade como um todo.

Para o IBGC, a partir da década de 1990, com a abertura da economia brasileira, investidores estrangeiros começam a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas brasileiras, inicialmente através de investimentos realizados dentro do país e depois por meio da aquisição de ADR's representativos de ações de companhias nacionais nas bolsas americanas.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de capitais dos Estados Unidos, relacionadas aos aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, que nada mais são do que princípios de

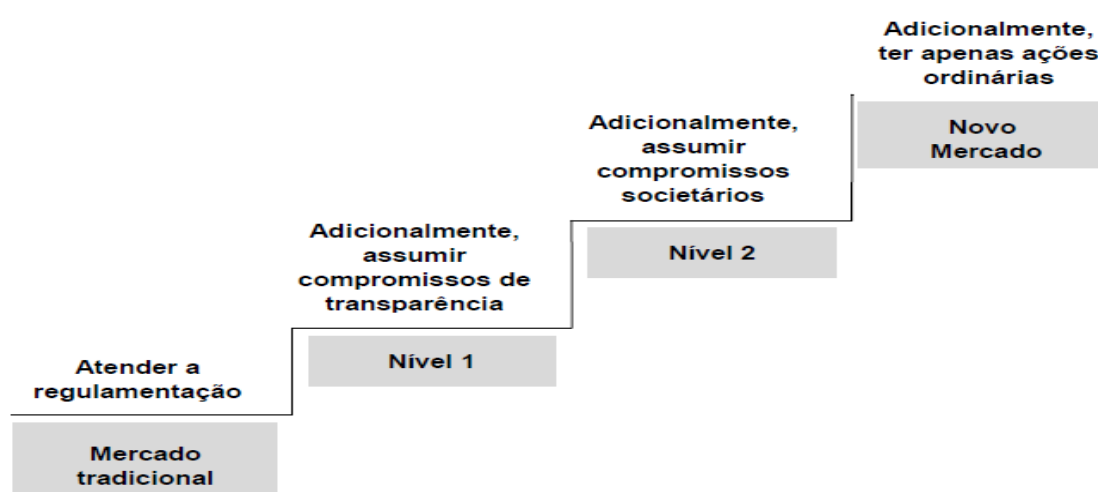
governança corporativa (IBGC, 2014).

A partir de então, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançada que a aplicada no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar a melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, entre as quais se destacam a aprovação da Lei nº 10.303/01, a criação do Novo Mercado e dos Níveis I e II de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

Embora seja de caráter facultativo às empresas a adesão à governança corporativa em seus diversos níveis, o mercado torna-se cada vez mais exigente e transparente, condição assumida individualmente pelos investidores, os quais se encontram cada vez mais informados sobre as vantagens das corporações participantes, as quais assumem compromissos adicionais ao saírem do mercado tradicional e se inserirem em algum dos níveis, conforme descrito na Quadro 3.

Quadro 3 - Comparativos adicionais dos níveis de Governança Corporativa



Fonte: Pinheiro (2012, p. 309).

Segundo Pinheiro (2012), os níveis diferenciados de governança corporativa, criam um conjunto de normas de conduta para a empresa, administradores, controladores e investidores, que proporcionam maior transparência, cumprimento de regras e redução de risco, conforme Quadro 4.

Quadro 4 - Níveis de Governança Corporativa

Nível	Características
Nível 1 Padrões intermediários de governança	• melhoria na prestação de informações ao mercado. • adição de mecanismos para o aumento da dispersão das ações em oferta.
Nível 2 Alto padrão de governança	Empresas e controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança corporativa e de direitos adicionais para os acionistas minoritários: • <i>tag along</i> de 100% para ONs e 70% para PNs; • câmara de arbitragem; • preferencialistas com direito a voto em algumas ocasiões.
Novo Mercado Padrões superiores de governança	• somente ações ON; • possibilidade dos minoritários com assento no conselho; • Conselho de Administração com, no mínimo, cinco membros; • realização de ofertas públicas que favoreçam a dispersão do capital; • free float – manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital; • câmara de arbitragem.

Fonte: Pinheiro (2012, p. 310).

Verifica-se, portanto, que o mercado financeiro, em seus diversos segmentos, encontra-se cada vez mais regulamentado e integrado, havendo opções de investimento que combinam ativos de diferentes segmentos. Assim, o funcionamento e informações chegam ao investidor, o qual se interessa em conhecê-los, sabendo da importância para as suas decisões de investimento.

Gerenciamento do risco

Segundo Reilly e Norton (2008), os investidores podem recorrer a quatro dispositivos para o gerenciamento dos riscos que afetam os seus investimentos.

1. *Evitar os riscos*, aplicando em certificados de depósitos bancários ou títulos do governo federal, considerados livres de risco. Embora pobre, essa estratégia pode ser aceitável para parte dos títulos de uma carteira.
2. *Antecipação aos riscos*, aceitando os riscos e posicionando a carteira de forma que uma parte da mesma ofereça proteção contra os riscos assumidos, ou seja, combinando ativos de diferentes riscos.
3. *Transferência de risco*, na qual o investidor que não esteja disposto a assumir riscos pode transferi-los para outros que se disponha assumi-los. Uma das alternativas dessa estratégia é o uso de derivativos, como os contratos futuros e opções.
4. *Redução do risco*, por meio da diversificação em ativos e instituições financeiras ou até mesmo entre países. O risco de uma carteira diversificada geralmente é menor do que o de um único ativo de risco.

Para Duarte Júnior (2005), o processo de tomada de decisão no gerenciamento de risco é dividido em três fases, as quais compõem o programa de gerenciamento de risco:

1. *Avaliação de desempenho.* Está relacionada ao desempenho passado. O objetivo desta fase é analisar o desempenho das carteiras administradas pela empresa tendo como ponto de comparação um determinado *benchmark*. A avaliação do desempenho de investimentos pode também ser utilizada como base para uma avaliação do desempenho de gestores internos de carteiras, como no caso em que dois deles, atuando nos mesmos mercados, com os mesmos mandatos e controles, são comparados entre si.
2. *Medição dos riscos.* Está relacionada com as exposições presentes. O objetivo desta fase é identificar e medir a exposição atual das carteiras administradas pela empresa, mapeando a exposição aos fatores de risco (tais como taxas de juros, preços de ações, probabilidade de inadimplência, concentração de crédito em setores da economia, etc.).
3. *Estruturação de carteiras.* Está relacionada ao posicionamento futuro. O objetivo desta fase é analisar como as carteiras devem ser posicionadas no mercado hoje, dado um conjunto de cenários para o próximo período de investimento (DUARTE JÚNIOR, 2005, p. 19).

De acordo com Mellagi e Ishikawa (2012) uma das formas de gerenciamento de risco em relação às instituições financeiras e empresas é a mensuração do risco por empresas especializadas. Para os autores, a utilização dessas empresas atende aos propósitos de saber o nível de risco quando se compra um título e mostrar a qualidade de uma oferta pública de título, a exemplo das debêntures. Destacam que a classificação de um título influencia no seu rendimento.

Quadro 5 - Classificação de risco: *Mood's Investor a Services*.

Aaa

São títulos julgados da melhor qualidade. Comportam um baixo nível de risco e o pagamento de juros encontra-se garantido.

Aa

São títulos de alta qualidade e semelhantes às obrigações Aaa. O nível de risco também é baixo e a cobertura de pagamento de juros são semelhantes se analisadas a longo prazo.

A

São títulos de alta qualidade média alta. O investimento é aconselhável e as garantias que dão sustentação ao título são consideradas adequadas.

Baa

São títulos de alta qualidade média. O pagamento dos juros e a segurança do capital apresentam-se adequados para o presente, mas não são confiáveis no longo prazo. A esses títulos faltam característica de investimento seguro.

B

Não são títulos de investimento desejável e não há garantias suficientes de pagamento do juro e do capital.

Caa

São títulos de baixa qualidade e estão sujeitos ao incumprimento das obrigações.

Ca

São títulos com alto grau de especulação e apresentam o mesmo grau de incumprimento das obrigações de um título classificado Caa.

C

São títulos de classificação da mais baixa qualidade e não possuem um padrão de investimento.

Fonte: *Mood's Investor a Services* (BREALEY e MYERS *apud* MELLAGI e ISHIKAWA, 2012, p. 226).

A classificação constante da Quadro 5 é conhecida como *rating* e aplica-se tanto à classificação de títulos, instituições financeiras, empresas e países, distinguindo os investimentos seguros e os investimentos de risco ou especulativos. Segundo Pinheiro (2012), as principais agências internacionais de classificação de risco são a *Standard & Poor's (S&P)*, a *Fitch Ratings* e a *Mood's Investor a Services*.

Considerações finais

Este artigo teve por objetivo realizar uma análise dos riscos e incertezas nos investimentos no mercado financeiro, apresentando a diferença conceitual entre risco e incerteza, a classificação dos riscos inerentes às operações no mercado financeiro, os riscos a que estão sujeitas as atividades bancárias, reguladas pelos acordos de “Basileia I”, “Basileia II” e, recentemente, após a crise financeira internacional conhecida como “Crise do Subprime” pelo acordo de “Basileia III”, ainda em implementação.

Diante do questionamento sobre como o conhecimento e a gestão de risco podem minimizar os seus efeitos nos investimentos possibilitando que os retornos mesmo que aleatórios não sejam totalmente incertos, considera-se necessário que o investidor conheça a instituição financeira ou os ativos financeiros adquiridos, o que possibilita que os retornos possam ter suas probabilidades distribuídas diante das diversas variáveis, passando-se de uma situação de incerteza para uma situação de risco.

Embora o mercado financeiro esteja cada vez mais regulado e autorregulado, nenhuma estratégia de investimento é livre de risco e os investidores necessitam estarem atentos à dinâmica e a evolução das normas e regras específicas de cada mercado, condição para um investimento seguro e eficiente. Contudo, algumas variáveis que influenciam o mercado financeiro não podem ser mensuradas e, portanto, alguns eventos são totalmente aleatórios.

Nas exceções, a exemplo da “Crise do Subprime”, as probabilidades não terão consistência, ocorrendo o fenômeno do “Cisne Negro”, que é um acontecimento altamente improvável que reúne três características principais: é imprevisível; produz um enorme impacto; e, após a sua ocorrência, é arquitetada uma explicação que o faz parecer menos aleatório.

Ao recorrer ao mercado financeiro para investimentos é necessário o conhecimento da sua estrutura, bem como o acompanhamento de suas tendências e o gerenciamento de risco, diversificando os ativos para minimizar o risco não sistemático e assumindo o risco de mercado que, embora não possa ser eliminado, é passível de ser gerenciado de acordo com a disposição do investidor em evitar, antecipar ou transferir os riscos do investimento, decisões que afetam diretamente os retornos esperados.

Assim, considerando a dinâmica dos mercados financeiros e a sua complexidade, aliada ao avanço tecnológico e a assimetria de informações, a busca contínua de aperfeiçoamento no conhecimento dos riscos e incertezas associadas às alternativas de investimentos no mercado financeiro, adequando as expectativas de retornos aos riscos e as limitações de cada situação específica deve ser o objetivo do investidor.

Referências

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9ª Edição. São Paulo: Atlas, 2011.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investimentos**. 8ª Edição. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2010.

COSTA, Paulo Henrique. **O Novo Acordo de Basiléia e seus impactos no papel que as instituições financeiras desempenham nos ciclos econômicos**. In: Economia Política Internacional: Análise Estratégica, Campinas, SP: Instituto de Economia, Unicamp, n. 7 out./dez. 2005.

DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. **Gestão de Riscos para Fundos de Investimentos**. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

FIGUEIREDO, Romana Picanço. **Gestão de Riscos Operacionais em Instituições**

Financeiras – Uma abordagem qualitativa. Belém, PA: 2001. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade da Amazônia.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 19ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2013.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de Administração Financeira**. 10ª Edição. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 19 out. 2014.

May, Rafael. **O Acordo de Basiléia, sua legislação no Brasil e a aplicação no Banco do Brasil**. Florianópolis, SC: 2008. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas). Universidade Federal de Santa Catarina.

MEGLIORINI, Evandir; VALLIM, Marco Aurélio. **Administração Financeira: uma abordagem brasileira**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

MELLAGI FILHO, Armando. ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição. São Paulo: Atlas, 2012.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 6ª Edição. São Paulo: Atlas, 2012.

REILLY, Frank K. NORTON, Edgar A. **Investimentos**. 7ª Edição. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

SÁ, Geraldo Tosta de. **Administração de Investimentos, Teorias de Carteiras e Gerenciamento de Riscos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.