UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA

# ANALISTAS DE INVESTIMENTO
# ASPECTOS ECONÔMICOS E REGULATÓRIOS

MARCELO VIEIRA RIBEIRO

ORIENTADOR: Prof. Dr. Fernando J. Cardim de Carvalho

JUNHO 2005

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA

# ANALISTAS DE INVESTIMENTO
# ASPECTOS ECONÔMICOS E REGULATÓRIOS

MARCELO VIEIRA RIBEIRO

ORIENTADOR: Prof. Dr. Fernando J. Cardim de Carvalho

JUNHO 2005

***As opiniões expressas neste* trabalho *são da exclusiva responsabilidade do autor***

Dedico este trabalho a meu pai,
Geraldo José Ribeiro,
*in memoriam*

**AGRADECIMENTOS**

Agradeço a meus familiares, pelo eterno apoio, a meus colegas da CVM, especialmente a Paula Marina Sarno e a Cláudia Leite Ribeiro, pela ajuda na revisão deste trabalho, ao Prof. Fernando Cardim, pela orientação, ao Prof. Ary e sua assistente Cláudia, pela condução do curso, à SFI, na pessoa do Superintendente Luis Mariano de Carvalho, e ao meu Gerente, Gerson de Jesus Ferreira, que sempre apoiou meu desenvolvimento profissional.

Por fim, um agradecimento especial a Suzana, minha companheira de todas as horas.

**RESUMO**

O trabalho discorre sobre a atividade dos analistas de investimento, que divulgam ao mercado análises e recomendações sobre ações emitidas por companhias abertas. Analisam-se os aspectos econômicos de sua atuação no mercado, onde têm o papel de agentes coletivizadores de informações para o investidor, possibilitando a estes a pesquisa e o acesso a informações que os permitam tomar decisões eficientes de investimento. Nesse sentido, discorre-se sobre o papel da informação no mercado de valores mobiliários e estuda-se a estrutura de financiamento dos serviços dos analistas, concluindo-se, que essa estrutura leva esses profissionais a enfrentarem conflitos de interesses no exercício de suas atividades. Esses conflitos de interesses são estudados, bem como as medidas usualmente empregadas para combatê-los, antes dos escândalos que atingiram a atividade de análise em 2001/2002, que levaram a fortes mudanças regulatórias em vários países. Algumas dessas medidas são descritas, concluindo-se com uma análise de sua efetividade para levar a um melhor nível de informação para os investidores e para combater possíveis abusos de conflitos de interesses por parte das firmas de investimento e seus analistas.

## SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

### LISTA DE SIGLAS

| | |
|---|---|
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| NASD | National Association of Securities Dealers |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| SEC | Securities and Exchange Comission |

**ÍNDICE**

**INTRODUÇÃO..... 8**

**CAPÍTULO I – O QUE FAZEM OS ANALISTAS DE INVESTIMENTO..... 10**

**CAPÍTULO II –ASPECTOS ECONÔMICOS DA ATUAÇÃO DOS ANALISTAS DE INVESTIMENTO NO MERCADO..... 12**

II.1 – A INFORMAÇÃO COMO PILAR DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.... 12

II.2 – OS ANALISTAS COMO AGENTES COLETIVIZADORES DOS INVESTIDORES.... 13

II.3 – COMO SÃO FINANCIADOS OS SERVIÇOS DOS ANALISTAS..... 15

**CAPÍTULO III – OS CONFLITOS DE INTERESSES QUE AFETAM OS ANALISTAS DE INVESTIMENTO..... 20**

III.I – CONFLITO DE INTERESSES – DEFINIÇÃO..... 21

III.2 –CONFLITOS DE INTERESSES E OS ANALISTAS DE INVESTIMENTO..... 21

*III.2.1 – Carteira própria dos analistas ou das firmas de investimento..... 22*

*III.2.2 – Negócios da área banco de investimento..... 23*

*III.2.3 – Estrutura de remuneração e forma de supervisão do trabalho dos analistas..... 23*

*III.2.4 – Relacionamento com a administração das companhias..... 23*

III.3 – OUTROS FATORES QUE AFETAM OS ANALISTAS DE INVESTIMENTO..... 24

*III.3.1 – Pressões de investidores institucionais..... . 24*

*III.3.2 – Deficiências cognitivas dos analistas..... 24*

*III.3.3 – Opiniões de outros analistas..... 25*

**CAPÍTULO IV – MEDIDAS TRADICIONALMENTE EMPREGADAS PARA TRATAR SITUAÇÕES DE CONFLITOS DE INTERESSES..... 26**

IV.1 – CHINESE WALL..... 26

III.1.2. – NORMAS LEGAIS E ADMINISTRATIVAS CONTRA FRAUDE E MANIPULAÇÃO NO MERCADO..... 28

**CAPÍTULO V – AS MUDANÇAS REGULATÓRIAS OCORRIDAS A PARTIR DE 2001/2002..... 31**

**CAPÍTULO VI – A EFETIVIDADE DAS NOVAS MEDIDAS REGULATÓRIAS..... 43**

**CONCLUSÃO..... 48**

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... 50**

# INTRODUÇÃO

Este trabalho discorre sobre a atividade dos analistas de investimento, profissionais que divulgam ao mercado análises e recomendações sobre companhias abertas, de modo a que investidores possam tomar suas decisões de investimento com um maior nível de informação. Partindo-se da premissa de que investidores bem informados alocarão de forma mais eficiente seus recursos, os analistas de investimento, com seu trabalho de prospecção e disponibilização de informações, contribuiriam para aumentar a eficiência geral do mercado de capitais e conduziriam a uma melhor precificação das ações em circulação. O aumento do nível de informação dos investidores permitiria que eles ajustassem o desconto dado aos preços das ações em que aplicam seus recursos ao grau de risco das companhias, ou seja, ao grau de proteção aos seus direitos por eles percebido, o que implicaria em uma redução do custo de capital das companhias com boa governança corporativa.

Os analistas inserem-se, portanto, em um conjunto de intermediários que atuam no mercado com a função de agentes coletivizadores para os investidores, que são, por natureza, dispersos e pouco propensos a ações coletivas em defesa de seus interesses. Entre esses intermediários encontram-se, também, entre outros, os auditores independentes, os banqueiros de investimento e os advogados.

Devido a falhas de mercado inerentes à sua atividade, os analistas de investimento têm seu trabalho tradicionalmente financiado por subsídios cruzados, advindo de receitas de corretagem, taxas de negócios de banco de investimento e negócios com carteira própria.

Essa forma de financiamento leva, contudo, ao aparecimento de conflitos de interesses que, se não forem tratados segundo elevados padrões éticos e profissionais, podem prejudicar a imparcialidade que se espera do produto final do trabalho dos analistas, direcionado, em última instância, para o público investidor.

Durante a década de 90, o aumento dos casos de abusos de situações de conflitos de interesses, notadamente nos Estados Unidos, levou a uma crescente contestação sobre se podiam os investidores confiar nas análises e recomendações divulgadas pelos analistas de investimentos.

Este questionamento recrudesceu a partir de 2001, quando vieram a público grandes escândalos envolvendo as maiores firmas de investimento americanas, que estariam utilizando as recomendações de seus departamentos de análise para alavancar ganhos com negócios de banco de investimento, à revelia dos interesses do investidor comum, a quem se passava a imagem de recomendações imparciais e objetivas.

Estes fatos levaram a que o arcabouço regulatório da atividade de análise de investimentos fosse totalmente reformulado em vários países, através de mudanças legislativas e iniciativas dos órgãos reguladores e das entidades autoreguladoras, inclusive no Brasil, onde em 30.04.03, foi editada, pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, órgão regulador do mercado de valores mobiliários, a Instrução CVM nº. 388, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício.

O presente trabalho inicia-se, assim, com um desenho da atividade do analista de investimentos, procurando-se investigar, a seguir, a sua atuação no mercado como agente coletivizador para os investidores, identificando as características do mercado que os levam a exercer essa função. Discute-se, então, a estrutura de financiamento de suas atividades e como falhas de mercado causam dificuldades a este financiamento e a distorções no provisionamento dos serviços dos analistas para o investidor comum. Os conflitos de interesses enfrentados pelos analistas são então comentados, bem como a maneira como eles eram enfrentados até os anos 90. As mudanças regulatórias ocorridas a partir de 2001 são relatadas, juntamente com os eventos que lhes deram causa. Conclui-se com uma análise da eficácia das medidas adotadas, em relação à sua capacidade de evitar o prosseguimento das situações de abusos de interesses e em função da necessidade de financiamento das atividades dos analistas de investimento.

O trabalho encontra-se, em muito, baseado nos fatos e estrutura do mercado norte-americano, mas procurou-se relacionar, sempre que possível, as análises com a realidade do mercado brasileiro, que, de certa forma, sempre procurou, guardadas as devidas proporções, espelhar o primeiro. Procurou-se, também, fazer referências a medidas tomadas em outros países.

# CAPÍTULO I – O QUE FAZEM OS ANALISTAS DE INVESTIMENTO

Geralmente especializados por setor econômico e trabalhando em corretoras, bancos de investimento e bancos múltiplos - firmas de investimento, em geral - os analistas de investimento coletam informações sobre companhias abertas e seus valores mobiliários, avaliando-as e sintetizando-as para, em seguida, divulgar suas análises e pesquisas ao mercado, sob a forma de relatórios e recomendações de investimento (FERNANDEZ, 2001). Ou seja, o trabalho do analista consiste, fundamentalmente, no estudo de companhias cotadas em bolsa e na emissão de recomendações de compra ou venda sobre as ações dessas companhias.

As companhias divulgam suas informações financeiras, normalmente, através de relatórios anuais entregues aos órgãos reguladores e divulgados na imprensa ou pela internet, conferências de imprensa, entrevistas, artigos de opinião e publicidade.

O analista de investimento, portanto, processa e dissemina essas informações ao mercado, através da (BONI e WOMACK, 2003):

i. coleta das informações;
ii. incorporação em suas análises para fazer estimativas; e
iii. elaboração e divulgação de recomendações orais ou escritas.

A Instrução CVM nº. 388, editada em 30.04.03, regula a atividade dos analistas de investimento no Brasil e estabelece condições para seu exercício. De acordo com seu art. 2º, a atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento (CVM, 2003).

Historicamente, os relatórios e recomendações dos analistas eram endereçados para os clientes institucionais ou para grandes clientes individuais, por telefone, fax ou correio. Com o crescimento da internet a partir de meados da década de 90, as análises passaram a ser disponibilizadas por suas páginas e endereços eletrônicos, atingindo indistintamente os clientes institucionais e os de varejo.

Apesar de poderem trabalhar de forma independente, não mantendo vínculo formal com firmas de investimento, os analistas de investimento costumam ser classificados em duas categorias: a dos analistas *sell side*, que pertencem ao "lado vendedor" do mercado, geralmente trabalhando em corretoras ou bancos de investimento e emitindo relatórios e recomendações diretamente ao público investidor, e a dos analistas *buy side*, que pertencem ao "lado comprador" do mercado e fornecem informações aos seus empregadores, geralmente investidores institucionais, fundos ou bancos de investimento, de modo a auxiliá-los na administração de suas carteiras (SEC, 2001).

A classificação atribuída aos títulos por parte dos analistas de investimento não é padronizada, variando de instituição para instituição, existindo as que adotam apenas as mais comuns, “comprar”, “manter” e “vender”, até as que têm mais de 10 categorias, mas pode ser sistematizada, em termos genéricos, da seguinte forma (CMVM, 2001):

i. Vender (Reduce/Sell/Underperformer);
ii. Manter (Hold/Market Performer);
iii. Comprar (Accumulate/Buy/Outperformer/Strong Buy/Strong Outperformer);
iv. O analista prefere não emitir opinião (Neutral).

Pelo fato de indicarem esses *ratings* para os papéis, não devem os analistas de investimento ter, no entanto, suas funções confundidas com as dos consultores de investimento, já que o analista não sugere a criação de portfólios, tarefa desempenhada pelos consultores.

# CAPÍTULO II - ASPECTOS ECONÔMICOS DA ATUAÇÃO DOS ANALISTAS DE INVESTIMENTO NO MERCADO

## II.1 – A informação como pilar do mercado de valores mobiliários

O mercado de valores mobiliários brasileiro, assim como o de muitos outros países, foi estruturado tendo como base o modelo norte-americano, que tem como princípio fundamental o *mandatory disclosure*, a divulgação obrigatória de informações, ou seja, o dever de transparência quanto a seus negócios, imposto às companhias emissoras de títulos ao público.

A premissa adotada nesses mercados é que quanto maior for o *disclosure* realizado pelas companhias melhor serão precificados seus papéis pelos investidores, conduzindo a melhores decisões de investimento e ao aumento da eficiência na alocação de recursos na economia. Além disso, a divulgação precisa e suficiente de informações permitiria aos investidores se protegerem, por si mesmos, de abusos cometidos por controladores e administradores de companhias abertas, ajudando, também, a prevenir fraudes, pois com o passar do tempo os fraudadores acabariam por serem descobertos e expulsos do mercado (PAREDES, 2003; SALE, 2005).

Adotou-se, assim, as hipóteses das expectativas racionais e dos mercados eficientes, pelas quais o indivíduo é racional e faz escolhas conscientes, e a interação de um grande número de compradores e vendedores resulta em preços que refletem todas as informações publicamente disponíveis no mercado sobre os títulos negociados. O mercado reagirá, instantaneamente, a novas informações sobre os títulos, com reflexo imediato em seus preços (STIGLITZ, 2003).

Em um mercado eficiente, um investidor não consegue acumular ganhos a partir de alguma informação específica sobre os títulos negociados, pois a nova informação torna-se parte do preço tão rapidamente que a sua posse não fornece vantagens para compradores e vendedores individuais. A qualquer momento, o preço praticado no mercado reflete as expectativas sobre como ele estará no futuro.

O *disclosure* foi, então, a escolha feita pelo Congresso americano em 1933 e 1934, quando da aprovação do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, que reformaram a estrutura regulatória norte-americana para o mercado de capitais, em moldes depois seguidos por outros países: a informação será a principal garantia de um sistema sadio de negociações de valores mobiliários e proporcionará aos participantes do mercado maior segurança na realização de investimentos.

*Disclosure* por si mesmo não é, porém, o objetivo da regulação do mercado de valores mobiliários. O objetivo é *disclosure* de qualidade, para que atuais e potenciais acionistas sejam bem informados e possam tomar decisões de investimento adequadas, reforçando a eficiência do mercado (SALE, 2003).

Surge então a pergunta: quem avalia essa qualidade? Nos sistemas baseados no modelo norte-americano, analistas de investimento, auditores, advogados, banqueiros de investimentos, fazem isso, interpretando e certificando a informação para os investidores e mensurando e avaliando a qualidade dos emissores de títulos (CHOI E FISCH, 2003; SALE, 2003).

## II.2 – Os analistas como agentes coletivizadores para os investidores

Investidores, normalmente, encontram dificuldades em avaliar, por eles mesmos, investimentos em valores mobiliários, já que isto envolve obter informações confiáveis sobre resultados futuros, muitas vezes intangíveis, e sobre a situação dos negócios do emissor, bem como avaliar, com base nessas informações, os riscos e retornos esperados. Coletar e processar essa informação exige uma certa expertise e acarreta em custos, muitas vezes elevados e fora do alcance do investidor comum.

Além disso, investidores são, via de regra, dispersos e pouco propensos a ações coletivas em busca de iniciativas de redução e repartição de custos, como, por exemplo, os de análise de informações, ou de exercícios de direitos comuns, tais como a fiscalização dos negócios da companhia e da atuação de seus administradores (CHOI E FISCH, 2003).

Caso grupos de investidores, ou mesmo investidores individuais, resolvam despender recursos monitorando a gestão dos negócios de determinada companhia, acabarão por suportar sozinhos os custos desta iniciativa, cujos benefícios serão divididos entre todos os acionistas,

inclusive os que não contribuíram para ela, fenômeno conhecido como *free-riding*, falha de mercado pela qual indivíduos pegam carona e se beneficiam do esforço de outros.

O alto custo da informação e a falta de mobilização dos acionistas para uma ação conjunta criam possibilidades de ações oportunistas, tanto por parte das companhias e seus controladores, que poderiam tentar emitir ações a preços maiores que os justos, drenando valor de novos investidores para os antigos acionistas, quanto por parte dos administradores, que poderiam se aproveitar das deficiências no monitoramento de sua conduta e expropriar valor dos acionistas em benefício próprio, através de, por exemplo, altos salários ou uso de informação privilegiada.

Essas deficiências levam a uma distorção na precificação dos papéis emitidos pelas companhias, isto é, os investidores, não estando em posição de simetria de informações com administradores e controladores e cientes das possibilidades de oportunismo, ficarão mais relutantes em investir e exigirão, para compensar seus riscos, uma maior taxa de retorno para seus investimentos, que resultará em menores preços para as ações.

Evidência empírica nesse sentido já foi encontrada em estudos que, utilizando como critério o indicador Q de Tobin, relação entre o valor de mercado e o custo de reposição de capital de uma companhia, encontraram uma forte correlação entre o nível de governança corporativa e de proteção ao investidor e a valorização das ações das companhias (LA PORTA, 2000; BLACK *et al*, 2002).

Quando, porém, os investidores não podem distinguir entre companhias com diferentes riscos de agir oportunisticamente, eles irão aplicar uma mesma taxa de desconto para todas, levando a uma conseqüência clássica das situações de assimetria de informações – companhias com um nível baixo de espoliação dos acionistas e com boas práticas de governança corporativa estarão sujeitas à mesma taxa de desconto que as que apresentam um comportamento mais lesivo aos investidores, fazendo com que, em última instância, as companhias com maior respeito aos acionistas saiam do mercado ou passem também a espoliar benefícios dos investidores de modo a se manterem competitivas.

Esta impossibilidade de discriminar indivíduos segundo seu grau de risco é conhecida como seleção adversa, falha de mercado que surge como conseqüência de situações de assimetria de informações (AKERLOF, 1970).

Essas falhas são combatidas pela presença, no mercado, de intermediários, aqui entendidos como agentes coletivizadores para os acionistas e investidores, que agregam seus

interesses e atuam aumentando o nível de informação presente no mercado, reduzindo, dessa maneira, os custos de ações coletivas de prospecção dos negócios das companhias. Eles fornecem serviços que beneficiam, direta ou indiretamente, os acionistas e investidores e que acabam por beneficiar, também, as próprias companhias, pois reduzem seu custo de capital ao reduzirem os riscos para o investidor (CHOI E FISCH, 2003).

Os analistas de investimento podem ser entendidos, pois, como uma classe desses intermediários, que tentam mitigar a dispersão e a falta de ação conjunta dos investidores, bem como sanar sua falta de expertise, através da pesquisa e disseminação de informações sobre as companhias e seus títulos, fornecendo elementos para que eles tomem decisões de investimento adequadas. Da mesma forma os auditores independentes, que verificam e certificam a veracidade das informações divulgadas pelas companhias, os advogados e os banqueiros de investimentos, que estruturam as emissões e distribuição das ações.

Esses agentes são, portanto, facilitadores do mercado, mecanismos de sua eficiência. Em teoria, seu desejo de proteger sua reputação funcionaria como garantia do cuidado no desempenho de suas funções. Porém, caso esses intermediários não cumpram adequadamente seu papel, a eficácia geral do sistema regulatório ficará comprometida. De fato, a presença no mercado de intermediários com alta reputação pode levar os investidores a uma falsa sensação de segurança, fazendo com que procurem se informar ainda menos sobre a qualidade dos ativos em que investem, devido à confiança que sentem em sua orientação. Eventuais falhas no monitoramento, pelos intermediários, dos negócios das companhias emissoras, propositais ou não, podem fazer , assim, com que uma grande quantidade de investidores sofra prejuízos, como ocorreu nos Estados Unidos em 2002, no conhecido caso Enron, em que auditores não detectaram ou foram coniventes com infrações contábeis e analistas ignoraram os sinais de problemas financeiros e continuaram a recomendar suas ações ao público.

## II.3 – Como são financiados os serviços dos analistas

Os intermediários que atuam no mercado como agentes coletivizadores para os acionistas podem ter seus serviços custeados de três maneiras: pelas companhias abertas emissoras dos

títulos negociados no mercado, através de transações no mercado e por subsídios cruzados (CHOI E FISCH, 2003).

Os auditores independentes, por exemplo, são pagos diretamente pelas companhias abertas, o que tem a vantagem de repartir os custos entre todos os acionistas da companhia, mas que também pode trazer problemas, ao deixar aos administradores e controladores da companhia a função de alocar os recursos, tarefa que podem cumprir em seu próprio interesse e não no dos investidores.

Já os analistas de investimento independentes, ao venderem seus serviços, procuram financiar-se através de transações no mercado, mas a existência de *free riders*, que utilizarão gratuitamente suas recomendações, e a característica da informação como um bem público diminuem sua capacidade de capturar valor com seu trabalho, além de levarem a distorções no fornecimento de seus serviços na economia (CHOI E FISCH, 2003).

De fato, a matéria-prima do analista de investimento, as informações sobre as companhias abertas, tem a natureza de um bem público, bens que apresentam condições de não-divisibilidade e não-rivalidade, ou seja, que são de todos e, ao mesmo tempo, de ninguém.

Isto se deve à rapidez com que as informações chegam ao mercado, não permitindo que o analista capture todo o valor de seu trabalho prospectivo, através de sua venda ao público investidor.

Sempre que um analista prepara um relatório para um grupo de investidores, outro grupo, que não pagou pelo trabalho, consegue acessar as informações, seja diretamente, através dos investidores que compraram a análise e que têm interesse em disseminar as informações após haverem negociado no mercado com base nelas, seja indiretamente, através da variação do preço das ações. Grandes ordens de compra ou de venda, além disso, causam reações contrárias nos preços das ações, diminuindo a possibilidade de ganhos possíveis com a vantagem informacional.

Como, após a informação chegar ao mercado, o analista não consegue mais vender seu relatório, sua resposta racional, nessa situação, é cobrar um preço inicial alto, de modo a recuperar os custos de preparação do relatório antes que seus efeitos se dissipem, o que geralmente coloca seus serviços além do alcance do investidor comum (CHOI E FISCH, 2003).

Com não conseguem, então, custear seus serviços através de transações no mercado, os analistas *sell side* sempre foram financiados por subsídios cruzados, seja via comissões de

corretagem ou pelas receitas conseguidas pela área de banco de investimento de suas firmas, ou mesmo através de negócios com a sua carteira própria ou a de seus empregadores.

Antes da desregulamentação das comissões de corretagem nos Estados Unidos, em 1975, as corretoras americanas utilizavam o trabalho dos analistas para, através de relatórios e recomendações de alta qualidade, competir por receitas de corretagem de ações, sendo as análises custeadas pelas relativamente altas comissões. Após a desregulamentação das comissões, a competição entre as firmas reduziu os ganhos com corretagem e gradualmente tirou o incentivo para que elas focassem seu objetivo em volume de negócios (SWEDBERG, 2003).

Com a euforia no mercado de ações de empresas de tecnologia durante a década de 90, nos Estados Unidos, que levou a um número recorde de aberturas de capital, e com a revisão, a partir da década de 80, do Glass-Steagall Act de 1933, o que permitiu, após 1999, que instituições financeiras americanas pudessem agregar, simultaneamente, bancos comerciais e bancos de investimento, à semelhança dos bancos múltiplos brasileiros, tornou-se muito mais lucrativo para as firmas de investimento gerar receitas com negócios na área de banco de investimento do que com corretagem de valores.

Dessa forma, nas firmas de investimento, os relatórios e recomendações de analistas sobre as ações passaram a ser vistos e usados não mais como uma forma de aumentar a intermediação de papéis em bolsa, mas sim como uma forma de aumentar a captação de clientes de banco de investimento e os ganhos dos negócios desta área.

O financiamento das análises de investimento passou a ser custeado indiretamente, portanto, pelas próprias companhias emissoras, através das taxas que pagavam pela assessoria naqueles negócios.

Companhias abertas subsidiando analistas *sell side* não é, contudo, um problema por si só. Teoricamente, ao subsidiar análises através de taxas pagas por operações de banco de investimento, as companhias abertas agem como agentes coletivizadores para os acionistas (CHOI E FISCH, 2003).

Como quem estará despendendo recursos no desenvolvimento e disseminação da informação será a companhia emissora, os custos e benefícios da disponibilização das informações serão divididos, em última instância, entre a totalidade de seus investidores, evitando a ocorrência de *free riding*, já que o uso de recursos da companhia fará com que cada acionista indiretamente suporte esses custos, pró-rata.

Os problemas começam quando os controladores e administradores tentam direcionar este subsídio. Como podem ter objetivos outros, que não maximizar a habilidade dos investidores de avaliar a companhia corretamente, eles podem utilizar seu poder para aumentar seus ganhos privados.

Administradores, por exemplo, tipicamente se beneficiam de análises muito otimistas, pois a alta das ações lhes permite maximizar sua compensação financeira e sua reputação. Dessa forma, eles podem tentar discriminar determinados analistas, dando suporte somente aos que favorecerem a companhia em suas análises.

Outros conflitos de interesses podem surgir por pressão das próprias firmas de investimento, pois os analistas podem passar a divulgar relatórios otimistas sobre certas companhias, em troca de negócios de banco de investimento para seus empregadores. Analistas podem até se corromper e passarem a só fazer recomendações favoráveis de determinadas ações em troca de compensações financeiras.

Os analistas de investimento têm, portanto, dois problemas relativos ao seu financiamento: as transações no mercado não são eficientes devido ao caráter de bem público da informação e à presença de *free riders*, não permitindo que eles capturem todo o valor de seu trabalho, e o financiamento via subsídios cruzados leva ao surgimento de conflitos de interesses, cujo abuso pode prejudicar os investidores.

Além disso, o fato de a informação qualificar-se como um bem público também causa distorções no provisionamento dos serviços de análise de investimentos junto ao mercado, primeiramente por diminuir o incentivo dos analistas para cobrir companhias de pequena ou média capitalização, fazendo com que a maioria deles centre suas análises em companhias altamente capitalizadas, que têm um grande número de potenciais compradores de informações e, depois, pelo fato dos investidores institucionais, ao desejarem capturar somente para si o valor das informações e prospecções sobre companhias abertas, contratarem seus próprios analistas *buy side*, fazendo com que uma grande parcela das análises não chegue ao mercado.

Mesmo analistas independentes geralmente disponibilizam seus relatórios somente para investidores institucionais, que podem pagar taxas maiores e não disseminarão a informação para o público (USA TODAY, 2002).

Esta falha de mercado – a ineficiência no provisionamento de serviços de análise para todos os tipos de investidores presentes no mercado – faz com que o investidor comum tenha que basear suas decisões de investimento nos relatórios e recomendações divulgados pelos analistas *sell side* das grandes firmas de investimento, que, como comentado, estão sujeitos a conflitos de interesses, cuja interpretação, geralmente, está fora do alcance deste tipo de investidor.

Grande parte dos problemas quanto à qualidade e credibilidade dos relatórios de análise divulgados ao público deve-se, justamente, aos inúmeros conflitos de interesses que permeiam as atividades destes analistas *sell side*, que podem afetar a objetividade e a independência de sua atuação no mercado, de uma forma não percebida pelo investidor comum.

E foi o abuso de situações de conflito de interesses dentro das firmas de investimento americanas durante a década de 90, que levou, em 2001 e 2002, a escândalos de repercussão mundial, que tiveram uma forte reação regulatória nos Estados Unidos, reação esta que, posteriormente, se estendeu a vários países, inclusive o Brasil, onde, em 30.04.03, foi editada a Instrução CVM nº. 388, para regular a atividade dos analistas de investimento.

# CAPÍTULO III - OS CONFLITOS DE INTERESSES QUE AFETAM OS ANALISTAS DE INVESTIMENTO

## III.1 – Conflito de interesses - definição

Conflito de interesses pode ser definido como uma situação na qual dois ou mais interesses estão legitimamente presentes e competindo ou conflitando. Sob uma ótica jurídica, o conflito de interesses pode ser definido como uma incompatibilidade real ou aparente entre direitos ou deveres privados de um indivíduo e seus deveres fiduciários.

Por uma visão sociológica, interesses são socialmente definidos e só podem ser compreendidos e concretizados através de relações sociais. Assim, para se compreender totalmente uma situação de conflitos de interesses, seria necessário mapear as várias relações sociais através das quais os interesses se relacionam (SWEDBERG, 2003).

Uma premissa sempre presente nas legislações que tratam das situações de conflitos de interesses é que os desvios de conduta e abusos não ocorrerão em todos os casos onde houver conflito, mas em um número razoável de casos, o que justifica uma interferência prévia para evitar que isso aconteça, ou seja, essas legislações são profiláticas por natureza e trazem normas acauteladoras, com vistas não ao que ocorreu realmente mas ao que pode ocorrer.

Um conflito de interesses é, portanto, uma situação onde a oportunidade de abuso aparece. Se o desvio acontece ou não é outra coisa e a mera presença de um conflito de interesses não significa que um abuso ocorreu. Assim, uma vez que os conflitos de interesses presentes em determinada atividade são identificados e analisados, podem ser implementadas políticas especificamente elaboradas para coibir o seu abuso.

## III.2 – Conflitos de interesses e os analistas de investimento

No caso dos analistas de investimento, os conflitos de interesses relacionam-se, entre outros aspectos de suas atividades, com: i) a carteira própria de ações do analista e da instituição em que ele trabalha; ii) os negócios da área banco de investimento de sua instituição e o relacionamento do analista com essa área; iii) sua estrutura de remuneração e a forma de supervisão de seu trabalho; e iv) seu relacionamento com a administração das companhias que está cobrindo.

### III.2.1 – Carteira própria do analista ou das firmas de investimento

Era uma situação comum, até as mudanças regulatórias implementadas a partir de 2001, os analistas ou as firmas de investimento terem, em suas carteiras próprias, ações das companhias objeto de seus relatórios e recomendações, o que fazia com que estivessem em uma clara situação de conflito de interesses ao efetuarem e divulgarem suas análises (UNGER, 2001).

Esta situação era um estímulo para que os analistas divulgassem previsões otimistas sobre determinadas companhias, de modo a que o aumento da demanda pelas ações, com o conseqüente aumento dos preços, trouxesse lucro para suas firmas de investimento, ou mesmo para si próprios, detentores de prévia posição nos papéis.

Não era incomum, também, analistas operando contra suas próprias recomendações, isto é, comprando ações de que publicamente recomendavam a venda, ou vice-versa, prática muitas vezes empregada, também, com a carteira própria das instituições.

Além disso, algumas firmas de investimento permitiam que seus analistas adquirissem ações das companhias em que elas atuavam como *underwriters*, previamente à oferta pública de ações, o que estava levando à prática de divulgação de recomendações de compra imediatamente antes e depois do fim do período de *lock up* – período em que pessoas relacionadas à companhia ou à operação de *underwriting* eram proibidas de vender ações recebidas antes da oferta pública - permitindo, assim, que, após o conseguinte aumento da cotação do papel devido às recomendações positivas, eles vendessem suas posições com um lucro significativo (RICHARDS, 2002).

### III.2.2 – Negócios da área banco de investimento

São os conflitos vivenciados pelos analistas de investimento entre os interesses dos investidores, que querem relatórios e recomendações objetivos e imparciais, e os de seus empregadores, que querem fazer negócios com as companhias que o analista cobre.

Esses conflitos, como comentado anteriormente, surgiram devido à alta lucratividade, para as firmas de investimento, dos negócios de banco de investimento, que suplantou em muito os lucros conseguidos com corretagem. Eles são possíveis graças à dinâmica de comunicação e relacionamento entre áreas dentro das instituições, que permite que as decisões que estiverem sendo tomadas pelos analistas sofram pressões de interesses ligados à área banco de investimento (HILGERS, 2003).

Assim, nos Estados Unidos, durante o *boom* do mercado acionário na década de 90, quando as receitas de negócios da área banco de investimento explodiram nas firmas de investimento, os analistas passaram a se reportar àquela área em relação aos *ratings* e recomendações que emitiam. Os analistas também assessoravam seus colegas da área banco de investimento em várias atividades, como consultas em ofertas públicas de lançamento de ações, fusões, aquisições e participação em *road shows*.

Os analistas passaram a ser pressionados, então, a fornecer informações distorcidas ao mercado, em direção contrária a sua função de reduzir a assimetria de informações para os investidores comuns. Já para outros grupos de investidores mais bem informados, como os investidores institucionais, este problema era, de certa forma, mitigado, pois além de terem seus próprios analistas *buy side*, possuíam a necessária expertise para filtrar o viés otimista que passou a estar presente nas recomendações dos analistas *sell side*, como forma de alavancar lucros com outros negócios.

Passaram a ocorrer inclusive, em algumas firmas de investimento, retaliações internas contra analistas em relação a relatórios desfavoráveis eventualmente produzidos e divulgados, chegando a haver até mesmo ações judiciais ou pedidos de ressarcimento contra esses analistas, em virtude de recomendações negativas que teriam prejudicado companhias com que a firma mantinha negócios de banco de investimento.

A SEC – Securities and Exchange Comission, órgão regulador do mercado de valores mobiliários americano, apurou, em investigação realizada em 2001 junto a um grupo de firmas de investimento, que era bem compreendido, internamente a essas instituições, não ser permitido aos analistas de investimento emitir relatórios desfavoráveis sobre clientes da área banco de investimento (UNGER, 2001).

Os próprios manuais internos de algumas firmas de investimento explicitavam essas diretrizes, como, por exemplo, um memorando interno do Morgan Stanley, que ilustra bem a mentalidade de sua área banco de investimento em relação a relatórios negativos emitidos pelos analistas de investimento (HILGERS, 2003):

*"Nosso objetivo... é adotar uma política completamente compreendida por toda a instituição, incluindo o Departamento de Análise, de que nós não fazemos afirmações negativas e controversas sobre nossos clientes, como uma estratégia estabelecida de negócios"*.

### III.2.3 – Estrutura de remuneração e forma de supervisão do trabalho dos analistas

A vinculação das análises de ações a negócios de banco de investimento fez com que passasse a ser prática comum nas firmas de investimento vincular os salários ou outras formas de remuneração dos analistas, como bônus, por exemplo, às receitas obtidas com aqueles negócios. Isto levava ao conflito de interesses entre as responsabilidades que os analistas tinham com o público investidor, destinatário de seus relatórios e recomendações, e o desejo de aumentar seus rendimentos pessoais, sendo, pois, mais um incentivo para que fossem divulgados relatórios e recomendações manipuladas.

De acordo com a SEC, na investigação de 2001 citada acima, a maior parte das firmas de investimento tinha a prática de consultar sua área banco de investimento para determinar a remuneração de seus analistas e baseava sua política de bônus no montante de negócios da área banco de investimento gerado pelo analista (UNGER, 2001).

### III.2.4 – O relacionamento com a administração das companhias

Um fator importante para o trabalho do analista é conseguir rápida e, se possível, antecipadamente, novas informações sobre as companhias que cobre em suas análises. Muitas

vezes as informações vêm de clientes e fornecedores, mas elas podem ser fornecidas ao analista pela própria administração das companhias, antes de serem divulgadas ao mercado, prática conhecida como divulgação seletiva de informações, muito comum nos Estados Unidos, durante a década de 90 (BONI e WOMACK, 2003).

Assim, o relacionamento do analista de investimentos com a alta administração das companhias passou a ser uma fonte de vantagem competitiva para ele, o que levava ao surgimento de um conflito de interesses entre o dever de bem informar, devido aos investidores, e o incentivo para divulgar recomendações favoráveis, de modo a manter aquele canal aberto. A pressão por recomendações favoráveis tornou-se mais forte, na década de 90, pela disseminação da prática de vincular parte da remuneração dos administradores a opções em ações.

Os analistas que não cooperassem e emitissem opiniões desfavoráveis sobre a companhia eram, portanto, descartados nas futuras divulgações seletivas de informações. O comportamento colaborativo era mais fácil de ser conseguido junto aos analistas de pequenas corretoras, que tinham uma maior necessidade de acesso aos administradores das companhias(BONI e WOMACK, 2003).

## III.3 – Outros fatores que afetam os analistas de investimento

Além dos conflitos de interesses relatados acima, outros pontos podem ser apontados como possíveis motivos para o viés otimista presente nas recomendações dos analistas de investimentos (BONI e WOMACK, 2003):

### III.3.1 – Pressões de investidores institucionais

Apesar de publicamente defenderem a imparcialidade nos relatórios recomendações dos analistas de investimento, os investidores institucionais não querem recomendações negativas sobre ações que possuam em carteira, pois isto pode desvalorizar seus portfólios.

### III.2.2 – Deficiências cognitivas dos analistas

Estudos acadêmicos apontaram que o viés otimista das recomendações dos analistas de investimento pode, ao invés de ser intencional, advir de características comportamentais e cognitivas, como por exemplo, a supervalorização de informações novas, quando da atualização das premissas usadas na avaliação de determinada ação, o que pode levar à formação de expectativas exageradas sobre resultados futuros.

Sobre o viés otimista das recomendações dos analistas que assessoram a oferta pública inicial de uma companhia, estudos também defendem que eles poderiam estar sob influência de uma falha cognitiva conhecida como "visão interna", pela qual veriam esta companhia como única, com grande potencial, como os pais vêem os filhos, não conseguindo avaliar racionalmente as probabilidades de falhas ou baixa performance. Analistas que não se envolvem no *underwriting*, por outro lado, devido ao seu distanciamento emocional, tenderiam a analisar a performance da companhia de forma mais racional e científica.

### III.2.3 –Opiniões de outros analistas

Recomendações divulgadas por outros analistas também podem influenciar o trabalho dos profissionais, através de padrões de comportamento conhecidos por imitação mútua ou efeito manada. Este comportamento está ligado a preocupações quanto a preservação da reputação do analista, já que o custo de ficar errado sozinho é maior do que estar errado com a maioria. Analistas mais experientes dão mais recomendações fora do consenso geral, enquanto os mais jovens tendem a seguir o comportamento de manada, devido à falta de confiança em sua capacidade técnica.

# CAPÍTULO IV - MEDIDAS TRADICIONALMENTE EMPREGADAS PARA TRATAR SITUAÇÕES DE CONFLITO DE INTERESSES

Apesar de a exposição dos analistas de investimento a conflitos de interesses ter aumentado muito durante a década de 90, situações de conflito dentro das firmas de investimento já ocorriam muito anteriormente. Tradicionalmente, além das exigências de *disclosure*, que variavam de país a país, esses problemas eram enfrentado através da montagem de barreiras separando os setores de análise e de banco de investimento, as chamadas *Chinese Walls*, e de leis e regulamentos inibidores de práticas não-eqüitativas no mercado.

## IV.1 – Chinese Wall

Em 1936, dois anos após ser criada, a SEC já se preocupava com o problema dos conflitos de interesses, em um relatório onde discutia a eventual necessidade de separação de funções em corretoras que atuavam também como *underwriters* (HILGERS, 2003).

Posteriormente, esta idéia foi implantada através da criação das chamadas *Chinese Walls*, que são barreiras separando, dentro das instituições, as áreas de banco de investimento e de análise, destinadas a impedir o fluxo de informação entre os funcionários de uma divisão para os de outra. Esta barreira passa por normas e regulamentos internos e vai até uma separação física entre aqueles departamentos, de modo a evitar a troca de informações não públicas sobre companhias abertas, que poderiam ser usadas na negociação com suas ações no mercado.

As *Chinese Walls* foram criadas em 1968, no curso de um processo administrativo na SEC (*In re Merril Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*), no qual a Merril Lynch foi instada a estabelecer uma medida profilática para evitar vazamentos internos de informação, que estavam ocorrendo na forma de “dicas” trocadas entre seus setores de análise e de banco de investimento. Em 1974, em outro processo administrativo (*Slade v. Shearson, Hammil & Co*), a SEC reiterou sua posição favorável à implementação das *Chinese Walls* como medida preventiva para evitar a

transmissão de informações não públicas, internamente às firmas de investimento. Neste processo, porém, em um reconhecimento de que estas barreiras por si só seriam ineficientes para deter esse fluxo de informações, a SEC propôs o uso conjunto de listas restritivas – relação de companhias com as quais a firma teria firmado negócios na área banco de investimento, ou com as quais tivesse outra relação confidencial que lhe desse acesso a informações não públicas, e que, por isso, não poderiam ter suas ações sujeitas a recomendações dos analistas (HILGERS, 2003).

Após esse último processo, as *Chinese Walls*, em conjunto com as listas restritivas, tornaram-se o método correntemente utilizado pelas firmas de investimento nos Estados Unidos, para fazer frente a fluxos internos indevidos de informações que poderiam trazer-lhes futuros problemas legais.

Além dos processos administrativos citados, várias normas da SEC, pronunciamentos das entidades reguladoras, ou mesmo leis federais, trataram da implementação de *Chinese Walls* dentro das firmas de investimento nos Estados Unidos, culminando no *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002, que determinou o seu fortalecimento dentro das firmas de investimento, entre as áreas de análise e de banco de investimento (SARBANES-OXLEY ACT, 2002).

Apesar de seu emprego disseminado, as *Chinese Walls* sempre sofreram, no entanto, contestações quanto à sua eficácia como um mecanismo adequado para impedir o fluxo interno de informações dentro das firmas de investimento, sob a alegação de que era uma estrutura com grandes tentações financeiras para ser rompida e, além disso, dispendiosa e de difícil fiscalização.

Além dos incentivos econômicos para ser burlada, a presença de uma barreira dessa natureza, ao não permitir que diferentes divisões de uma firma multi-serviços operassem livremente entre si, diminuiria o nível de eficiência da empresa e anularia os ganhos de escala que este tipo de conglomerado financeiro consegue. Nas pequenas corretoras, o fato de os funcionários desempenharem múltiplas tarefas já impediria sua implantação (HILGERS, 2003).

Os escândalos recentes envolvendo analistas de investimento reforçaram as dúvidas sobre a eficácia das *Chinese Walls* para impedir o fluxo indevido de informações nas firmas de investimento, entre os setores de banco de investimento e de análise. Não obstante, porém, essas críticas,, a maioria das medidas tomadas para sanar os problemas de abuso de conflitos de interesses envolvendo analistas de investimento foram no sentido de reforçar essas barreiras, a exemplo do *Sarbanes-Oxley Act*.

## IV.2 – Normas legais e administrativas contra fraude e manipulação no mercado

De modo a manter o mercado disciplinado e proteger os investidores, prevenindo fraudes manipulações e promovendo negociações justas e eqüitativas, leis e regulamentos dos órgãos reguladores e das entidades auto-reguladoras dos mercados de valores mobiliários tentam reprimir e punir fraudes e exigem das corretoras e firmas de investimento uma conduta eqüitativa e profissional em relação a seus negócios e a seus clientes.

Esta exigência surge tão logo a instituição comece a atuar no mercado, dentro da filosofia do que ficou conhecido como *Shingle Theory*, pela qual sempre que algum corretor estabelece-se no mercado (coloca sua placa), ele passa a ter um dever de agir com seus clientes de forma justa e segundo os melhores padrões de sua profissão (HILGERS, 2003).

Esta teoria, inicialmente voltada para assegurar uma boa conduta profissional dos corretores, evoluiu para se considerar sua relação com os clientes como uma relação baseada na confiança e responsabilidade, ou seja, passou-se a se considerar a existência de um dever fiduciário deles, corretores, em relação aos clientes.

Portanto, as corretoras e demais firmas de investimento inseridas na sistemática das negociações no mercado de capitais têm que empregar todo cuidado e diligência em relação aos negócios de seus clientes que teriam para seus próprios negócios, devendo zelar pelo cumprimento, da melhor maneira possível, de suas ordens, aconselhá-los ou desaconselhá-los na realização das operações, advertindo-os quanto ao risco, inadequação, falta de oportunidade e lesividade das operações que realizam, assegurando-se de que eles estão dispostos a correr este risco. Além disso, devem divulgar completamente os conflitos de interesses a que porventura estejam sujeitos, bem como de qualquer informação material sobre as ações e investimentos que recomendem aos clientes (CVM, 2001).

Isso tudo faz parte do preceito mundialmente aceito e praticado de "conheça o seu cliente", pelo qual, ao recomendar a compra, venda ou troca de qualquer valor mobiliário a um cliente, um corretor deve ter uma justificativa razoável para acreditar que a recomendação é

conveniente a este cliente, baseando-se nas informações que possui a respeito de outros valores mobiliários que o cliente possua e de sua situação financeira e necessidade.

A responsabilidade do corretor é, assim, muito superior à do simples mandatário ou do comissário mercantil, pois ele deve zelar pela integridade e confiabilidade do mercado e fazer tudo que está a seu alcance para impedir a ocorrência de operações fraudulentas, práticas não eqüitativas ou qualquer tipo de operação irregular.

Dentro dessa filosofia de proteção do mercado e do investidor, os analistas de investimento poderiam, em princípio, ser responsabilizados por divulgar recomendações de investimento maquiadas, cujo intuito fosse, por exemplo, agradar a companhia objeto da análise, de modo a que ela estabelecesse negócios de banco de investimento com a firma empregadora do analista, ou melhorar a cotação de determinada ação com o objetivo de lucrar operando com sua carteira própria.

No Brasil, a Instrução CVM nº 08/76, veda as operações fraudulentas, as práticas não eqüitativas, a manipulação de preços e a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, tipos onde poderia se enquadrar, dependendo das circunstâncias, a atuação de um analista de investimento da forma relatada acima.

A Lei nº 10.303 de 2001 criminalizou a prática de manipulação de mercado, através da alteração do art. 27 da Lei nº 6.385/76. Com esta mudança, os acusados de manipulação passaram a estar sujeitos a tanto às penas aplicadas administrativamente pela CVM, normalmente de multa, inabilitação ou advertência, quanto às eventualmente aplicadas após o processo judicial, que podem consistir em um a oito anos de reclusão, e multa, limitada a três vezes o valor da vantagem ilícita obtida.

Não há ainda, no entanto, jurisprudência de onde se possam tirar conclusões sobre o alcance deste dispositivo a análises de investimento aparentemente manipuladas, embora exista doutrina que tenha considerado a criminalização da prática de manipulação feita de forma inadequada, por ter misturado, em um só crime, práticas combatidas pela CVM através de três categorias de ilícitos diferentes: criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; operações fraudulentas, e manipulação de preços (DUTRA e BUSATO, 2002).

Nos Estados Unidos, a fraude no mercado de valores mobiliários é tratada, fundamentalmente, na Seção 10b-5 e na Regra 10b-5 do *Securities Exchange Act* de 1934, dispositivos extensos e analíticos que visam, basicamente, evitar uso de informação privilegiada,

manipulação do mercado e fraudes em ofertas públicas de ações, em alienações e tomadas de controle e nas negociações com os investidores.

Os requisitos para se aceitar uma ação judicial contra um analista de investimento, por fraude em relatório divulgado ao público, são, porém, muito fortes, exigindo-se prova de que o analista tinha a intenção de praticar a ação fraudulenta, o que sempre dificultou a investidores, que eventualmente tenham se sentido lesados, terem sucesso na via judicial para reparação de danos (BARNEY, 2003).

# CAPÍTULO V – AS MUDANÇAS REGULATÓRIAS OCORRIDAS A PARTIR DE 2001/2002

As medidas comentadas anteriormente não se mostraram eficazes contra o aumento explosivo da exposição dos analistas de investimento a conflitos de interesses na década de 90, notadamente nos Estados Unidos, após a progressiva revisão do Glass-Steagall Act. A alta lucratividade das taxas conseguidas com negócios de banco de investimento passou a ser um incentivo muito forte para que firmas de investimento e seus analistas deixassem de lado o dever fiduciário de preparar recomendações imparciais e objetivas aos investidores e passassem a divulgar relatórios de análise extremamente otimistas, com vistas a alavancar mais e mais negócios para si.

Esta exacerbação das situações de conflito também foi estimulada pelo contexto do pensamento econômico dominante na década de 90, marcada por um movimento mundial de desregulação dos mercados financeiros e uma revolução tecnológica e de comunicação sem precedentes. Dentro da ideologia de ganância exagerada, dominante à época, outros atores do mercado de capitais também contribuíram para o aumento das situações de abuso (STIGLITZ, 2003).

De fato, investidores exageradamente otimistas levaram para cima os preços das ações; administradores das companhias abertas sentiram-se pressionados por esses investidores a apresentar bons resultados; os pacotes de remuneração dos administradores, baseados em opções de ações, também os estimulava a perseguir lucros cada vez maiores, mesmo que artificialmente inflados. Todos esses fatores também ajudaram a haver uma forte pressão para que fossem deixados de lado os interesses abstratos do público investidor pelas firmas de investimento e seus analistas, que, por sua vez, tinham também suas já apontadas razões econômicas para ceder às essas pressões (SWEDBERG, 2003).

Em 2001, no entanto, a situação descrita acima começou a ser contestada, talvez justamente pelo fato de que, no ano de 2000, o mercado acionário americano não tenha repetido a exuberância que estava presenciando há vários anos. Assim, a queda do mercado de ações e as

falhas nas previsões dos analistas podem ter motivado as críticas quanto à objetividade e independência do trabalho destes profissionais que passaram a ocorrer a partir de 2001 (BONI e WOMACK, 2003).

Neste ano, começaram a se intensificar, na imprensa americana, questionamentos sobre se poderiam os investidores confiar nos relatórios e recomendações feitas pelos analistas de investimento, que teriam sempre um viés marcadamente otimista e estariam sendo usados para atrair negócios para a área banco de investimento de suas instituições.

Da mesma forma, muitos investidores passaram a entrar com medidas legais contra firmas e analistas de investimento, por prejuízos em investimentos em ações baseados em recomendações positivas que se revelaram, posteriormente, desvinculadas da real situação econômico-financeira da companhia emissora, esta última possuindo, quase sempre, negócios com a área banco de investimento da instituição em que o analista trabalhava (BONI e WOMACK, 2003).

Em resposta ao clamor público, o Congresso americano, através de seu sub-comitê para o mercado de capitais, realizou, em 2001, uma audição para avaliar como estava sendo conduzida a atividade de análise de investimentos no país, concluindo pela necessidade de reformas que garantissem a imparcialidade das informações divulgadas ao público, que seria um dos pilares do livre mercado (BONI e WOMACK, 2003).

Ainda em 2001, a SEC, reconhecendo que os analistas de investimento estavam sujeitos a várias influências e conflitos de interesses que poderiam afetar a integridade e qualidade de suas análises e recomendações divulgou um alerta aos investidores, discorrendo sobre os potenciais conflitos de interesses enfrentados por aqueles profissionais e relacionando vários itens que deveriam ser observados, antes de se seguir suas recomendações para investir no mercado de valores mobiliários (SEC, 2001).

Antes disso, em outubro de 2000, a SEC já havia implementado uma medida, denominada Regulation Fair Disclosure, para impedir a divulgação seletiva de informações a analistas, a prática, comum à época, de se fazerem apresentações fechadas a grupos de analistas, que recebiam informações não públicas antes de elas serem divulgadas ao mercado (SEC, 2000).

De acordo com a SEC, a Regulation FD, ao remover a vantagem temporal e o fluxo de informações que os analistas dispunham, faria com que esses profissionais tivessem que se dedicar mais na prospecção e análises dos negócios da companhia, de modo a manter a precisão

de suas recomendações, e aumentaria a confiança dos investidores na integridade dos mercados. A performance dos analistas seria baseada na competência e diligência, ao invés de no acesso aos administradores das companhias, o que melhoraria a qualidade das informações divulgadas ao mercado.

Apesar dessas primeiras preocupações regulatórias, em 2001 e 2002 eclodiram escândalos de repercussão mundial, envolvendo grandes firmas de investimento americanas e que levaram a uma forte reação regulatória nos Estados Unidos e que depois se estendeu a vários países, cujos mercados se assemelhavam, guardadas as devidas proporções, ao mercado americano, inclusive ao Brasil, onde em 30.04.03, foi editada a Instrução CVM nº. 388, para regular a atividade dos analistas de investimento no país.

Estes escândalos começaram a vir a público quando, em 2001, o Procurador Geral do Estado de Nova Iorque, Eliot Spitzer, iniciou uma investigação sobre as operações de análise de investimento e banco de investimento, com foco, inicialmente, na Merrill Lynch, a maior corretora de valores do mundo, mas que depois se estendeu para outras instituições de grande porte. A investigação centrava-se justamente nas recomendações exuberantes de ações durante a expansão do setor de tecnologia da década de 90 e levou a evidências de que alguns analistas de investimento realmente preparavam relatórios de análise otimistas e favoráveis ou recomendavam a compra de ações de empresas em que eles não acreditavam, em função de interesses em obter mais negócios com as empresas na área de banco de investimento (SPITZER, 2002).

Ao fim da investigação, em abril de 2002, após devassar milhares de e-mails e ouvir dezenas de envolvidos, Eliot Sptizer denunciou as atividades irregulares da Merrill Lynch à Suprema Corte do Estado de Nova Iorque, com a acusação de que desde 1999 os analistas da corretora publicavam regularmente *ratings* para ações da área de tecnologia que eram enganosos, já que: i) os *ratings* em muitos casos não refletiam a verdadeira opinião dos analistas sobre as companhias; ii) existia uma política interna não divulgada de não emitir recomendações de venda ou de redução, o que transformava a escala de *ratings* da corretora de um sistema publicado de 5 níveis para outro *de facto* de 3 níveis; e iii) a Merrill Lynch não divulgava ao público os conflitos de interesses que poderiam afetar suas recomendações.

A investigação revelou que os analistas de investimento da corretora atuavam como quase banqueiros de investimento para as companhias que eles cobriam, geralmente inflando e/ou manipulando relatórios de análise com o objetivo de atrair e manter clientes da área banco de

investimento e produzindo, assim, *ratings* enganosos que não eram nem objetivos nem independentes, como alegado que seriam.

Um mês após a denúncia, em maio de 2002, a Merryl Lynch concordou em firmar um acordo com as autoridades legais americanas, que envolveu uma multa de U$100 milhões, desculpas públicas e um compromisso de fazer mudanças específicas na maneira em que seus departamentos de análise e de banco de investimento operavam entre si, através das seguintes medidas (HILGERS, 2003):

i. Divulgação de informações: A Merril Lynch passou a ter que divulgar em cada um de seus relatórios de análise se vai receber ou recebeu nos últimos 12 meses, algum pagamento da companhia objeto da análise, por operações tais como *underwriting*, fusão ou aquisição.

Também deve ser divulgada nos relatório a distribuição percentual dos *ratings* calculados para a companhia objeto da análise.

Caso seu setor de análises pare de cobrir alguma companhia, a Merril Lynch deve preparar um relatório divulgando suas razões para isso.

ii. Remuneração dos analistas: O acordo determinou que a Merril Lynch cortasse completamente a influência de seu setor de banco de investimento sobre a determinação da remuneração dos analistas, que deveriam ser remunerados apenas por atividades relacionadas com investimentos em ações.

Não pode haver comunicação entre funcionários do setor banco de investimento e os responsáveis pela determinação da remuneração dos analistas. Caso esses últimos recebam qualquer informação dos primeiros, estarão proibidos de usá-la ao decidirem sobre a remuneração dos analistas.

Os critérios de determinação da remuneração dos analistas devem ser precisos e de exclusiva responsabilidade do setor de análise e dos gerentes executivos da Merril Lynch e devem ser supervisionados pelos diretores executivos da firma.

Somente a gerência executiva e o departamento de análise devem tratar do recrutamento, retenção ou demissão de analistas de investimentos.

iii. Criação do comitê de recomendações de investimento: A Merril Lynch comprometeu-se a criar um comitê para monitorar a performance e supervisionar a qualidade das recomendações de investimento, em relação à objetividade, integridade e rigor analítico com que

são elaboradas. O Presidente do comitê deve se reportar diretamente ao Diretor de Análises Global da Merril Lynch.

Qualquer mudança em uma recomendação de investimento deve ser aprovada por este comitê, que deverá ser informado sobre qualquer envolvimento do analista com negócios de banco de investimento realizados com a companhia objeto da recomendação, nos últimos 12 meses.

A Merril Lynch se comprometeu a criar um sistema que supervisione todas as comunicações por correio eletrônico entre analistas de investimentos e funcionários da área banco de investimento da firma.

iv. Restrições na captação de negócios de banco de investimento: A gerência do departamento de análise deve aprovar qualquer participação de analistas na captação de negócios de banco de investimento e a intenção de participar desta captação deve ser comunicada ao comitê de recomendações de investimento. Todos os relatórios e recomendações devem informar as atividades desempenhadas pelo analista nesta captação de negócios.

Deve ser proibida qualquer oferta pelo analista de fazer ou mudar recomendações com vistas a atrair negócios de banco de investimento, bem como qualquer alteração em recomendações de investimento devido a decisão da companhia objeto de utilizar outra firma para negócios de banco de investimento.

Qualquer material utilizado pela firma no esforço de conseguir negócios como *underwriter* deve trazer a informação de que seus funcionários são proibidos de direta ou indiretamente oferecer recomendações favoráveis sobre a companhia e suas ações como forma de compensação pelo negócio. Também deve ser informado que a Merril Lynch proíbe a remuneração de analistas de investimento com base em seu envolvimento em negócios de banco de investimento.

v. Indicação de um diretor de *compliance:* A Merril Lynch comprometeu-se a indicar um de seus funcionários para atuar como supervisor de *compliance*, com a função de assessorar os analistas de investimentos sobre como agir na presença de conflitos de interesses.

Após o acordo com a Merrill Lynch, Eliot Spitzer ampliou suas investigações sobre as atividades dos analistas de investimento, passando a apurar a conduta das maiores firmas de

investimento dos Estados Unidos. O exame de e-mails e outros documentos comprovou as mesmas práticas impróprias empregadas pela Merrill Lynch, no sentido de recomendações totalmente desvinculadas da opinião real dos analistas sobre a ação ou companhia, sendo feitas apenas no intuito de angariar negócios de banco de investimento ou, mesmo, de punir companhias que deixavam de fazer esses negócios com a firma emissora do relatório.

Ao fim das investigações, em dezembro de 2002, a Procuradoria Geral de Nova Iorque, a SEC, bem com a NASD – National Association of Securities Dealers e a NYSE – New York Stock Exchange, principais bolsas americanas, firmaram um acordo com as dez maiores firmas de investimento americanas, envolvendo cerca de U$1,4 bilhões em penalidades financeiras, divididas entre penalidade civis (U$487,5 milhões), compensação para clientes (U$387,5 milhões), promoção de análises de investimento independentes (U$432,5 milhões) e educação de investidores (U$80 milhões), além do compromisso de implementação das seguintes medidas (HILGERS, 2003):

i. Mudanças estruturais: As firmas de investimento comprometeram-se a separar fisicamente os setores de análise e de banco de investimento, sendo proibida a comunicação entre as duas áreas. Esta separação incluiu, também, a estrutura de *compliance*, o suporte jurídico, o setor de orçamento, etc.

A remuneração dos analistas de investimento não deve ter nenhuma vinculação com negócios de banco de investimento, devendo ser baseada somente na qualidade e precisão dos relatórios e recomendações dos analistas e determinada por um comitê independente, sem a participação de nenhum membro daquela área.

O setor de banco de investimento da firma não pode determinar quais companhias os analistas deverão cobrir.

Os analistas são proibidos de participar de atividades que envolvem a captação de negócios de banco de investimento. Entre essas atividades estão a participação em *road shows* e a consultoria sobre potenciais clientes para aquela área.

As firmas de investimento devem implementar procedimentos para impedir que analistas preparem relatórios e recomendações com o objetivo de atrair clientes para a área banco de investimento.

Cada firma de investimento deve ter um Monitor Independente, para supervisionar a aderência ao estipulado no acordo.

ii. Divulgação de informações: Todo relatório divulgado ao público deve conter um alerta informando que a firma está prestando ou pretende prestar serviços de banco de investimento com a companhia objeto da análise e que isto pode levar a conflitos de interesse que podem afetar a objetividade do relatório. O alerta também deve informar ao investidor que o relatório é apenas um dos elementos que ele deve levar em conta ao tomar decisões de investimento.

Caso uma firma de investimento pare de cobrir determinada companhia ela deve informar os motivos deste fato em seu último relatório sobre a companhia.

As firmas devem divulgar, trimestralmente, dados a respeito da performance de seus analistas, bem como uma explanação do sistema de *ratings* por elas empregado. Estas informações devem ser facilmente encontradas em seus endereços na internet.

iii. Análises independentes: O acordo estipulou algumas medidas a serem tomadas pelas firmas de investimento com o objetivo de aumentar a oferta de análises independentes para seus investidores, de modo a permitir decisões de investimento mais conscientes, além de tornar os analistas *sell side* cientes de que estarão sendo avaliados comparativamente com analistas independentes.

Cada firma deve contratar pelo menos três empresas independentes de análise de investimento, durante os primeiros cinco anos de vigência do acordo, e deve fazer com que os relatórios e recomendações preparados por essas empresas fiquem disponíveis aos investidores atendidos pelas firmas.

Os investidores deverão ser informados que estas análises independentes estão disponíveis dentro dos relatórios das próprias firmas e em seus endereços na internet.

Cada firma de investimento deve empregar um supervisor para assegurar a qualidade das análises independentes fornecidas aos seus investidores. Este supervisor deve se reportar anualmente à entidade auto-reguladora de sua firma.

iv. Educação dos investidores: As firmas de investimento comprometeram-se a financiar um programa de educação de investidores, no valor de U$80 milhões, de modo a que eles possam tomar decisões de investimento mais informadas e conscientes.

v. Proibição da prática de *spinning*: As firmas de investimento foram proibidas de oferecer a administradores de companhias abertas ações de companhias que estão para abrir o capital e em que a firma está atuando como *underwriter*, prática conhecida com *spinning* e que até então estava sendo utilizada para atrair negócios de banco de investimento.

As entidades auto-reguladoras do mercado de capitais americano também tomaram medidas para tentar melhorar o modo de ação dos analistas de investimentos. Assim, a SIA – Securities Industry Association, que agrega centenas de corretoras atuando no mercado de valores mobiliários americano, elaborou, em julho de 2001, um guia de melhores práticas de análise, com foco na prevenção da superposição das atividades de banco de investimento e análises, principalmente através do reforço das Chinese Walls nas firmas de investimento (SIA, 2001).

A SIA também orientou os analistas a usarem julgamentos independentes ao fazerem recomendações, a divulgarem os conflitos de interesses a que estiverem sujeitos, a não operarem contra suas próprias recomendações e a não aceitarem ser remunerados com base em negócios de banco de investimento feitos por sua firma.

A AIMR – Association for Investment Management and Research, que congrega cerca de 150.000 analistas nos Estados Unidos, promoveu, no mesmo ano, uma grande discussão sobre os conflitos de interesses presentes na área de análise de investimentos e como eles poderiam afetar a imparcialidade das análises e recomendações, elaborando um relatório para ajudar as firmas de investimento a identificar os vários conflitos que afetam suas atividades (AIMR, 2001).

A NYSE e a NASD, principais bolsas de valores americanas, também emitiram novos regulamentos para tentar melhorar a qualidade e objetividade das recomendações de investimento e combater o abuso de situações de conflitos de interesses dentro das firmas de investimento, através de ementas à NYSE Rule 472 e à NASD Rule 2711, aprovadas pela SEC em 08.05.02, cujos principais pontos são (SEC, 2002):

i. Os regulamentos tentam barrar a influência da área de banco de investimento de uma firma sobre seus analistas, vedando a supervisão direta ou controle desses profissionais por aquele setor e proibindo a comunicação entre essas partes a respeito dos relatórios, antes de sua divulgação pública, a menos na presença de um executivo da área de *compliance*;

ii. As normas tentam reduzir o contato dos analistas com as companhias objeto das análises, permitindo somente o acesso a versões iniciais do relatório de análise para a checagem de dados factuais, omitindo-se, porém, o *rating* e o preço sugeridos e enviando previamente esta versão para o executivo de *compliance*. Este último deve ser informado também, prévia e justificadamente, de mudanças feitas em recomendações de investimento;

iii. Ficam proibidas quaisquer formas de remuneração do analista por sua participação em negócios de banco de investimento de sua firma. Também fica proibido oferecer, de qualquer forma, a divulgação de relatórios favoráveis como compensação por negócios de banco de investimento com a companhia objeto da análise;

iv. São impostas restrições aos negócios do analista através de sua carteira própria. Ele fica proibido de vender ações de uma companhia que ele cobre, nos 30 dias anteriores e nos cinco posteriores à divulgação de um relatório ou de uma mudança em sua recomendação, bem como ele passa a não poder negociar contrariamente às suas recomendações, a menos que aprovado pelo departamento de *compliance*. O analista não pode, também, receber ações previamente a ofertas públicas iniciais de companhias pertencentes a setores econômicos que ele usualmente cobre;

v. Algumas informações passam a ser de divulgação obrigatória nos relatórios, entre elas, se o analista ou a firma de investimento tem posição em ações na companhia, qualquer remuneração que o analista tenha porventura recebido devido a negócios de banco de investimento, se a firma de investimento teve participação em ofertas de ações ou outra operação societária da companhia, se o analista ou algum membro de sua família exerce alguma função executiva na companhia, bem como qualquer outro conflito de interesses que o analista ou sua firma estejam sujeitos à época do relatório. A divulgação dessas informações deve ser clara e abrangente. O analista deve divulgá-las, também, quando participar de qualquer aparição pública que trate de suas recomendações; e

vi. As firmas têm que implementar procedimentos internos de supervisão, para assegurar a aderência às normas. Um executivo da firma deve atestar à NASD e à NYSE, anualmente, que a firma mantém uma estrutura apropriada de supervisão.

Por fim, houve, também, a promulgação, nos Estados Unidos, em julho de 2002, do *Sarbanes-Oxley Act*, em resposta aos escândalos que atingiram grandes companhias abertas, firmas de investimento e empresas de auditoria, em 2001, cujo Título V trouxe várias normas destinadas a combater os abusos que estavam ocorrendo na área de análise de investimentos (SARBANES-OXLEY ACT, 2002).

À semelhança das medidas regulatórias e auto-regulatórias já citadas, o *Sarbanes-Oxley Act* proíbe a revisão prévia dos relatórios de análise por pessoas não diretamente responsáveis pelo setor de análises da firma de investimento, bem como que a remuneração dos analistas de investimento seja determinada pelo setor banco de investimento das firmas. Proíbe também retaliações contra analistas devido a recomendações desfavoráveis sobre companhias com as quais a firma tem negócios de banco de investimento. A lei determina que o analista divulgue os conflitos de interesses que podem afetar suas recomendações, entre eles, investimentos pessoais na companhia objeto da análise e compensações eventualmente recebidas por ele ou por sua firma da companhia objeto da análise por negócios de banco de investimento.

A preocupação quanto aos conflitos de interesses afetando análises de investimento e ao modo como recomendações de investimento estavam sendo divulgadas ao público não se limitou aos Estados Unidos, tendo sido pauta de órgãos reguladores de outros países ao redor do mundo. Por exemplo, a FSA – Financial Services Authority, que regula o mercado financeiro no Reino Unido, iniciou em 2002, uma audiência pública sobre esses problemas, que conduziram a várias mudanças nos regulamentos a serem seguidos pelos participantes do mercado de valores mobiliários, os chamados COB – Conduct of Bussiness, mudanças essas similares às exigências de *disclosure* e reforço de Chinese Walls empregadas nos Estados Unidos (FSA 2002, 2003).

Também a CESR – Comittee of European Securities Regulation, que orienta os países membros da Comunidade Européia sobre assuntos ligados ao mercado de capitais, elaborou um documento, aprovado em 22.12.03, traçando diretrizes sobre recomendações de investimento e conflitos de interesses, a serem adotadas pelos órgãos reguladores dos países pertencentes àquela comunidade (CESR, 2003).

O Brasil também tomou medidas regulatórias para tratar da questão, tendo sido foi editada, em 30.04.03, a Instrução CVM nº. 388, para regular a atividade dos analistas de investimento no país (CVM, 2003).

A instrução exige o credenciamento e o registro dos analistas na CVM e, em seu art. 4º, fixa seu padrão de conduta profissional, ao determinar que ele deve agir com observância dos princípios de probidade e boa fé, empregando todo cuidado e diligência que despenderia na análise de títulos e valores mobiliários para seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão.

O *disclosure* é tratado no art. 5º, que relaciona, entre outras, as seguintes informações a serem divulgadas pelo analista em suas análises e recomendações:

i. que suas recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, e que foram elaboradas de forma independente e autônoma;

ii. se mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias objeto da análise;

iii. se sua instituição, ou fundos e carteiras por ela administrados, possui participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da companhia objeto da análise ou esteja envolvida na aquisição, alienação e intermediação valores mobiliários da companhia no mercado;

iv. se é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da companhia objeto da análise, que representem 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, ou esteja envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;

v. se ele ou sua instituição recebem remuneração por serviços prestados ou apresentam relações comerciais com qualquer da companhia objeto da análise; e

vi. se sua remuneração ou esquema de compensação do qual é integrante está atrelado à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos pela companhia objeto da análise, ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas por sua instituição.

A norma impõe, em seu art. 7º algumas vedações ao analista de investimentos, entre elas a de emitir recomendações com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, a de omitir de seus clientes e do mercado informação sobre a existência de situação que caracterize conflito de interesse na análise de valores mobiliários e de negociar ações objeto da análise, entre o décimo dia útil que anteceder a divulgação do relatório e o quinto dia útil subseqüente.

No art. 8º, a instrução fixa a responsabilidade do analista por opiniões emitidas com infração às normas legais ou regulamentares que lhe forem aplicáveis, sem prejuízo da responsabilidade de sua instituição, decorrente da omissão na supervisão ou influência indevida sobre a atividade do analista. Além disso, de acordo com o art. 9º, as firmas de investimento e as companhias objeto da análise ficam proibidas de exercer qualquer influência na elaboração de recomendações de investimento, de modo a reduzir ou retirar a independência do analista.

# CAPÍTULO VI - A EFETIVIDADE DAS MEDIDAS REGULATÓRIAS

As medidas regulatórias tomadas nos últimos anos para melhorar a qualidade e objetividade das análises e recomendações de investimento e para impedir o abuso de situações de conflitos de interesses nesta atividade, tanto nos Estados Unidos quanto em outros países, inclusive no Brasil, podem ser classificadas, basicamente, em duas categorias. Uma abordagem é obrigar a divulgação dos conflitos a que o analista esteja sujeito, de modo a permitir que o investidor avalie os riscos embutidos nos relatórios e recomendações. Outra forma é simplesmente limitar ou proibir a ocorrência das situações que causam esses conflitos.

Na primeira categoria, estão as exigências de divulgação, nos relatórios e recomendações de analistas, dos negócios de banco de investimento que sua firma mantém com as companhias objeto das análises, da ligação entre a compensação financeira dos analistas e essas receitas, de informações sobre a carteira própria do analista e de sua firma de investimento, entre outras.

Essas medidas objetivam tornar os investidores cientes dos riscos que correm ao seguir as recomendações dos analistas, e sua motivação funda-se na teoria das expectativas racionais e na hipótese dos mercados eficientes, pelas quais investidores bem informados, inseridos dentro de um mercado corretamente precificado, tomarão decisões de investimento eficientes.

Na prática, o *disclosure* poderia, a princípio, reduzir a habilidade de um analista explorar a seu favor uma situação de conflito de interesses em detrimento dos investidores, que poderiam, por exemplo, reagir negativamente a certas formas de compensação financeiras inferidas a partir das informações sobre conflitos divulgadas nos relatórios e descartar as recomendações deste analista, que teria com o tempo sua reputação abalada, reduzindo o valor, para a companhia emissora, de cooptá-lo para seus interesses (CHOI e FISCH, 2003).

Reformas baseadas na divulgação de informações são, porém, de eficácia limitada. Investidores sofisticados usualmente já conseguem filtrar vieses presentes nas análises, pois sabem interpretar os conflitos de interesse envolvidos caso a caso, mesmo na ausência de divulgação. Investidores comuns, por outro lado, a despeito das assunções em contrário, podem

não ter a educação necessária para interpretar os conflitos, mesmo estes sendo divulgados, podendo, assim, simplesmente descartar essas informações.

Além disso, alguns estudos demonstram que vários desvios cognitivos e comportamentais podem limitar a racionalidade e habilidade dos investidores em avaliar informações de forma precisa, tais como excesso de confiança e de otimismo, dissonância cognitiva, uso de heurísticas simplificadas, entre outros (CHOI e PRITCHARD, 2003)

Por uma visão mais geral deste problema, as próprias premissas adotadas para o mercado de capitais, as hipóteses das expectativas racionais e dos mercados eficientes, estariam erradas. Indivíduos diferentes teriam diferentes crenças sobre o mundo e sobre como ele funciona, e processariam informações de forma irracional. Além disso, seria impossível acabar com o fato de que indivíduos diferentes sabem diferentes coisas, ou seja, a assimetria de informações seria a tônica dominante no mercado, o que impediria a propalada eficiência de sua "mão invisível" (STIGLITZ, 2003).

Outras medidas regulatórias tentaram, assim, ir além da simples divulgação de conflitos de interesses, limitando ou proibindo suas causas.

Nessa linha estão as proibições de vincular a remuneração dos analistas a receitas obtidas com negócios de banco de investimento, de divulgação seletiva de informações pelas companhias abertas e de negócios com carteira própria.

Porém, um fator que aparentemente não foi levado em conta pelos reguladores, em sua preocupação em impedir o abuso de situações de conflito de interesses, foi, justamente, a necessidade de fontes de financiamento das atividades dos analistas *sell side*, que não conseguem se financiar via transações no mercado, devido ao caráter de bem público da informação e à presença de *free riders*, e têm seus serviços pagos, portanto, por outras receitas das firmas de investimento (CHOI e FISCH, 2003).

Numa hipótese em que a divulgação plena dos conflitos de interesses, as *Chinese Walls*, ou outra forma de isolamento do setor de análise dos outros negócios das firmas de investimento, eliminassem os subsídios cruzados aos analistas de investimento, surgiria, portanto, a questão sobre como seriam financiados a elaboração dos relatórios de análise e recomendações. Separar totalmente a remuneração dos analistas dos negócios de banco de investimento de suas firmas, principal subsídio usado para financiá-los, pode simplesmente resultar em falta de recursos para custear adequadamente este tipo de serviço o que, a longo prazo, pode levar a uma redução da

quantidade de informação fornecida por eles ao mercado. Esta redução já tem sido observado no mercado americano, após o choque regulatório na atividade de 2001/2002 (CRAIG, 2003).

É provável, assim, que firmas de investimento encontrem caminhos para elidir essas regras e continuem a vincular a remuneração dos analistas a negócios da área banco de investimento. Mesmo na ausência de qualquer vinculação, uma queda na receita advinda dessa área afetará a rentabilidade da firma de investimento como um todo, reduzindo indiretamente os rendimentos dos analistas, que, ao reconhecerem este fato, sentir-se-ão incentivados a colocar um viés otimista nos relatórios de recomendações sobre ações das companhias que cobrem.

Uma análise pontual das medidas regulatórias adotadas nos últimos anos permite, inclusive, identificar alguma lacunas que podem permitir que analistas e firmas de investimento continuem a produzir relatórios e recomendações com vistas a conseguir negócios de banco de investimento.

Por exemplo, as medidas implementadas pela NYSE e pela NASD têm muito de sua eficácia dependente do executivo de *compliance* das firmas de investimento, que deve autorizar a comunicação entre analistas e a área banco de investimento e deve ser comunicado sobre informações trocadas entre o analista e a companhia objeto da análise, bem como de eventuais mudanças feitas nas recomendações de investimento. Assim, este executivo supervisiona e autoriza o fluxo interno de informações na firma, sendo responsável pela solidez de sua *Chinese Wall*. Como este sistema de supervisão é revisto apenas anualmente pelas bolsas, resta saber se isto é capaz de contrabalançar os incentivos econômicos que esses profissionais terão para relaxar em suas responsabilidades e deixar as barreiras de informação nas firmas de investimento tão porosas como anteriormente (HILGERS, 2003).

Da mesma forma, o acordo feito pela Merril Lynch coloca a qualidade e objetividade do trabalho dos analistas sob o crivo de um comitê de recomendações de investimento, que não possui supervisão externa, reportando-se diretamente ao Diretor de Análises Global da instituição, o que deixa dúvidas sobre se a efetividade desse sistema para fazer frente aos incentivos econômicos que agem no sentido de furar as barreiras entre analistas e banqueiro de investimento. O acordo também deixa uma outra lacuna na *Chinese Wall*, pois permite a participação de analistas na captação de negócios de banco de investimento, mediante a aprovação do departamento de análise e a comunicação ao comitê de recomendações de investimento (HILGERS, 2003).

Já a Instrução CVM nº. 388, além de fixar para os analistas de investimento um dever de diligência na preparação de seus relatórios e recomendações, baseia-se grandemente, conforme seus artigos 4º, 5º e 7º, em exigências de *disclosure* dos conflitos de interesses a que eles estejam sujeitos, o que, como relatado acima, encontra limites no nível de educação e no grau de racionalidade dos investidores no mercado nacional para interpretar essas informações.

Quanto ao estabelecimento de barreiras impedindo o contato entre as áreas de análise e de banco de investimento, a instrução somente dispõe, no art. 9º, que as instituições ficam proibidas de exercer qualquer influência na elaboração das recomendações de investimento. Não se veda a participação do analista na captação de negócios de banco de investimento, nem se proíbe explicitamente a ligação de sua remuneração aqueles tipos de negócios. Não se exige, também, supervisão externa das estruturas que impediriam o fluxo interno indevido de informações.

Assim, guardadas as devidas proporções com o mercado americano, a normatização específica estabelecida pela CVM para os analistas de investimento ainda deixa um flanco aberto para que firmas de investimento utilizem seus serviços na captação de negócios de banco de investimento.

Ao invés da abordagem regulatória dual usualmente empregada para tratar dos problemas relativos às análises de investimento, baseadas no amplo *disclosure* de informações e na proibição de situações de conflito de interesses, que têm as desvantagens anteriormente comentadas, uma alternativa seria reforçar, em cada país, as medidas legais de combate à fraude contra investidores.

Nesse sentido, propostas têm sido feitas, nos Estados Unidos, para um reforma da legislação, de modo a que se exijam apenas indícios para se aceitar uma ação judicial contra um analista de investimento, por fraude em relatório divulgado ao público, ao invés da atual exigência de que sejam apresentadas previamente provas de sua intenção de fraudar (BARNEY, 2003).

No Brasil, o art. 27 da Lei. 6.385/76 traz, desde a promulgação da Lei 10.303/01, a previsão do crime de manipulação de mercado, que, porém, como já comentado, necessita ainda de passar pelo teste de nossos tribunais em relação a eventuais fraudes cometidas por analistas de investimento.

Na prática, porém, assegurar a proteção a investidores com base no acesso a medidas judiciais tem algumas desvantagens, tais como as custas processuais e dos honorários de advogados, a morosidade da justiça, a falta de conhecimento dos magistrados sobre o mercado de capitais, a incerteza sobre o resultado, o tempo despendido até se chegar a uma decisão, e mesmo a relutância dos investidores em litigar e a desconfiança de que as decisões venham a ser executadas (LLEWELLYN, 1999).

# CONCLUSÃO

Nos mercados de valores mobiliários, investidores, com a esperança de melhor alocarem seus recursos, utilizam as recomendações dos analistas de investimento *sell side*, profissionais que trabalham em corretoras ou outras firmas de investimento e divulgam seus relatórios ao público. Ao seguirem essas recomendações, os investidores, usualmente dispersos e pouco propensos a ações coletivas, evitam ter que arcar com os custos de prospecção e análise de informações sobre as companhias abertas, tarefa para a qual, no mais das vezes, não possuem os necessários conhecimentos técnicos.

Esta atuação dos analistas de investimento como agentes coletivizadores de informações para o mercado, acaba por beneficiar, também, as companhias emissoras de títulos, na medida em que investidores bem informados ajustarão o valor que querem pagar pelas ações ao grau de risco percebido, o que conduz a uma redução do custo de capital das companhias, notadamente das que apresentarem melhores níveis de governança corporativa.

Os serviços dos analistas de investimento têm que ter, contudo, alguma fonte de financiamento. Tradicionalmente, esta fonte tem tem sido algum tipo de subsídio cruzado, usualmente receitas de corretagem ou de negócios de banco de investimento da firma que os emprega, ou ganhos com negociação com a sua carteira própria ou a de seu empregador. O financiamento por meio da venda de suas análises não é eficiente, devido ao caráter de bem público da informação.

Esta estrutura de financiamento leva ao surgimento, para o analista, de conflitos de interesses entre o dever de objetividade e imparcialidade devido ao público investidor, destinatário de suas análises, e o desejo – ou necessidade – de gerar receitas que paguem pelos seus serviços. A separação interna entre setores, dentro das firmas de investimento, e normas legais e regulamentares inibidoras de práticas fraudulentas, eram os métodos empregados para evitar o abuso de tais situações.

Durante a década de 90, as elevadas receitas conseguidas pelas firmas de investimento com negócios de banco de investimento levaram a constantes casos de abuso, através da

divulgação de recomendações e análises exageradamente de otimistas, preparadas com o objetivo de alavancar negócios naquela área.

Esses problemas levaram a uma forte reação regulatória em vários países, começando pelos Estados Unidos e chegando ao Brasil. As medidas empregadas foram de dois níveis: obrigar os analistas a divulgarem todas as situações de conflito de interesses a que estiverem sujeitos, quando da emissão de alguma recomendação de investimento, e limitar ou proibir a ocorrência de situações de conflito dentro das firmas de investimento.

Ambas as maneiras de lidar com o problema têm, no entanto, suas desvantagens. A abordagem baseada no *disclosure* de informações esbarra na falta de educação e racionalidade dos investidores comuns para avaliar suas decisões de investimento. Já a mera proibição de situações de conflito de interesses leva ao problema de como passarão a ser financiados os serviços dos analistas de investimento, já que esta medida corta os subsídios cruzados à atividade.

Assim, mesmo que se tente impedir a ocorrência das situações que levem ao surgimento de conflitos de interesses dentro das firmas de investimento, os analistas ainda terão fortes incentivos para continuarem a divulgar recomendações com um viés otimista, pois que necessitarão de conseguir recursos que possam financiar seus serviços. Dentro desse raciocínio, uma análise pontual das medidas regulatórias adotadas nos Estados Unidos e no Brasil encontra lacunas por onde os analistas e suas firmas de investimento poderão continuar a utilizar seus serviços para alavancar negócios de banco de investimento.

Está portanto, ainda em aberto, a questão sobre como fazer chegar ao público investidor análises imparciais e objetivas sobre ações negociadas no mercado, notadamente face à necessidade de financiamento dos serviços dos analistas e à falta de habilidade dos investidores em interpretar todos os parâmetros, objetivos e subjetivos, presentes nas recomendações de investimento.

Os problemas levantados no presente trabalho, que procurou equacionar os aspectos econômicos e regulatórios que circundam atividade de análise de investimentos, sugerem, assim, a necessidade de novos estudos que possam, em vista da realidade do mercado de valores mobiliários brasileiro e das normas legais e regulamentares vigentes no país, melhorar a qualidade das informações disponíveis ao nosso investidor.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:


AIMR – Association for Investment Management and Research. 2001. “Preserving the Integrity of Research.” *AIMR Proposed Issues Paper*, July 10.

AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quartely Journal of Economics*, v. 84, n.3, p. 488-500, aug. 1970.

BARNEY, J. J. Note. Missing the mark: NASD Rule 2711 and NYSE Rule 472 mistakenly emphasize disclosure rather than amending the pleading requirements of PSLRA. 48 *N.Y.L. Sch. L. Rev.* p. 537-576, 2003/2004.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 2005. Disponível em http://ssrn.com/abstract=311275 . Acesso em 01 jul.2005.

BONI, L.; WOMACK, K. L. Wall Street's Credibility Problem: Misaligned Incentives and Dubious Fixes?. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, pp. 93-130. 2003.

CESR – COMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATION. *Comission Directive 2003/125/EC*. 2003

CHOI, S. J.; FISCH, J. E. How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal. *Yale Law Journal*, Vol. 113, p. 269 - 346, 2003. Disponível em http://ssrn.com/abstract=362080 . Acesso em 20 jun 2005.

CHOI, S. J.; PRITCHARD, A. C., "Behavioral Economics and the SEC" (February 23, 2003). Michigan Law Econ. Paper No. 03-002; *Georgetown Law Econ. Paper* n. 389560; Disponível em http://ssrn.com/abstract=500203. Acesso em 20 jun 2005

CMVM – COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Estudo da CMVM sobre Analistas Financeiros e Recomendações de Investimento, Portugal, 2001

CRAIG, S. Left Out of Shrinking Research Pool, Companies Resort To Buying Coverage. *WALL ST. J.* Mar. 26. 2003.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Sessão de julgamento do Inquérito Administrativo CVM n.° 02/99, 06 set. 2001. Disponível em: http://www.cvm.gov.br. Acesso em 23 jun. 2005.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena ; BUSATO, Eduardo José . A manipulação de preços no mercado de capitais: lições trazidas pelo Caso Merrill Lynch.. In: XXVI Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2002, Salvador. *Anais do XXVI ENANPAD*. Curitiba, PR : ANPAD, 2002.

FERNANDEZ, F. The Roles and Responsibilities of Securities Analysts. *SIA Research Reports*. 2001. Disponível em http://www.sia.com/research/pdf/RsrchRprtVol2-7.PDF. Acesso em 21.06.05.

FSA – FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *FSA Conduct o Business n. 7*, 2003,

FSA – FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *FSA Discussion Paper n. 15*, Jul, 2002

HILGERS, S. J. Under the Influence: Analyzing Wall Street Research Analyst Conflicts of Interest and the Responses Designed to Induce Impartiality. *Securities Regulation Law Journal*, v. 31, n. 4, p. 427-495, Winter 2003

KRANTZ, M. Research for Individuals Can Cost a Bundle. *USA TODAY*, 27 nov. 2002.

LA PORTA, R. *et al*., Investor Protection and Corporate Governance. 58 *J. FIN. ECON*. n. 3, p. 15-16 2000.

LLEWELLYN, D. The Economic Rationale for Financial Regulation. Occasional Paper Series n. 1. *FSA – Financial Services Authority*. United Kingdom. Abr. 1999.

PAREDES, T. A. Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation. *Washington University Law Quarterly*. Jun. 2003. Disponível em http://ssrn.com/abstract=413180. Acesso em 22.06.05.

SALE, H. A. Banks, the Forgotten (?) Partners in Fraud). *U Iowa Legal Studies Research Paper* n. 05-09, Jan. 2005.

SALE, H. A. Gatekeepers, disclosure, and issuer choice. *Wash. U. L.Q*. n. 81 p. 403-416, 2003.

SARBANES-OXLEY ACT OF 2002 § 501(b), 15 U.S.C.A. § 78o-6 West Supp. 2003.

SEC – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Analyzing Analyst Recommendations*, 2001, Disponível em http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm, Acesso em 15.06.05

SEC – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Exchange Act Release No. 34-45908*. 10 Mai 2002

SEC – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Selective Disclosure and Insider Trading, *Exchange Act Release No. 43,154, 73*. 15 Aug. 2000

SIA – SECURITIES INDUSTRY ASSOCIATION. *Best Practices for Research*. 2001

SPITZER, E. Affidavit in Support of Application for an Order Pursuant to General Business Law Section 354, 2002.

UNGER, L. S. *Testimony to Committee on Financial Services*, 31 Jul 2001.