

# Ética nos mercados financeiros

Maria Teresa Medeiros Garcia  
MIF, ISEG, UL

# Introdução

---

- ▶ Alguns cínicos negam a existência de ética em finanças.
  - ▶ Contudo, uma pequena reflexão revela que a área das finanças seria impossível sem ética. O ato de colocar os nossos ativos nas mãos de outros agentes requer imensa confiança. Um agente de seguros ou um broker de ações não confiável encontra poucos clientes para os serviços oferecidos.
  - ▶ Os escândalos financeiros chocam-nos precisamente porque envolvem indivíduos e instituições que deveriam ser confiáveis.
  - ▶ A confiança é essencial em finanças, mas a ética em finanças é sobre muito mais do que confiança.
  - ▶ As finanças consistem num conjunto de atividades que envolvem o manuseamento de ativos financeiros – normalmente ativos de outros agentes.
-

- 
- ▶ Não só o bem estar de todos depende da guarda desses ativos, mas milhões de transações financeiras têm lugar cada dia com um elevado nível de integridade. Com este amplo volume de atividade financeiras, há várias oportunidades para alguns agentes obterem ganhos à custa de outros agentes.
  - ▶ Assim, as finanças lidam com o dinheiro das outras pessoas (DOP) e o DOP convida à má conduta.
  - ▶ Os indivíduos da indústria de serviços financeiros (brokers, banqueiros, conselheiros financeiros, gestores de fundos de investimento e de fundos de pensões, agentes de seguros) têm uma responsabilidade para com os seus clientes que servem.

- 
- ▶ Os gestores financeiros de empresas, os governos e outras organizações têm uma obrigação de gerir os ativos financeiros destas instituições bem.
  - ▶ É importante que toda a gente envolvida na área das finanças, independentemente do seu papel, tenha uma conduta com a maior atenção à ética.
  - ▶ A ética de uma ocupação ou de uma profissão é melhor entendida não pela análise da pior conduta dos seus membros, mas prestando atenção à conduta que é comumente esperada e encontrada geralmente.

- ▶ Em finanças, como em outras áreas da vida, três questões da ética são críticas:
  - ▶ Quais são as nossas obrigações ou deveres éticos?
  - ▶ Que direitos estão em causa?
  - ▶ O que é justo?
- 
- ▶ Subjacente a estas questões mais específicas, está a questão ética essencial: Como devemos viver?
  - ▶ No caso das finanças, esta questão vai ao coração do objetivo da atividade financeira: que papel devem as finanças desempenhar nas nossas vidas individuais e no desenvolvimento de uma boa sociedade?

# Fundamentos

## Ética e prática moral

---

- ▶ A ética normativa está preocupada com a forma como devemos viver e comportar. Tem como objetivo desenvolver regras, princípios e orientações, assentes em argumentos racionais, que nos ajudem a distinguir o bem do mal e o certo do errado. A ética aplicada tenta aplicar estas regras, princípios e orientações a problemas práticos específicos.
- ▶ A ética aplicada toma por assente que a ética normativa é um recurso com valor para abordar questões morais e outras.
- ▶ A ética normativa tem valor para os estudantes de mercados financeiros porque já estão habituados aos benefícios da argumentação racional, das hipóteses para as conclusões.

- 
- ▶ O julgamento moral tem três suportes: a cultura (normas morais), a emoção (sentimentos morais) e a razão (argumentos éticos).
  - ▶ Suponham que eu respondo a uma ação pensando “aquela ação é moralmente errada”. O que está subjacente aquela resposta? Em termos simples, podemos distinguir aqueles três suportes do julgamento moral prático.

- 
- ▶ **Primeiro**, posso pensar que algo está errado porque sinto que está errado emocionalmente. Acho repugnante, ou põe-me zangado ver alguém a fazer isso, ou sinto grande simpatia com uma vítima da ação. Também me posso sentir culpado ou envergonhado se for eu a fazer a ação. Se vejo alguém a bater numa criança ou a cometer um ato de vandalismo, é esta a resposta emocional imediata que parece ser dominante.



- 
- ▶ **Segundo**, posso pensar que está errado porque vai contra a cultura e as normas da minha sociedade, ou de parte da sociedade com que me identifico (a minha igreja, a minha classe social, etc.), normas que eu conscientemente ou inconscientemente tomei como minhas. Posso não ir além de pensar “está errado” mas o julgamento deriva de normas da tradição em que fui educado ou das autoridades que respeito e com quem aprendi. Esta é provavelmente a resposta por defeito na ausência de quaisquer emoções particularmente fortes.

- 
- ▶ **Terceiro**, posso pensar que está errado na base de algum argumento racional. Posso pensar que está errado porque tem previsíveis más consequências, por exemplo, ou porque está em conflito com critérios de justiça ou igualdade, ou porque parece cair numa análise dentro de uma classe particular de ações que eu considero geralmente errada. Neste caso, o julgamento assenta em regras gerais ou princípios que parecem ser auto evidentes, ou pelo menos não controversos, e o meu raciocínio será direcionado mais para a questão de como uma particular ação será classificada do que para qualquer justificação do princípio usado. É aqui que a ética normativa tem um papel a desempenhar.

# Conclusão

---

- ▶ Claro que as coisas não são tão simples como se acabou de descrever:
  - ▶ 1. nenhum destes suportes fornece um guia infalível e direto para o que está certo ou errado;
  - ▶ 2. são suportes interindependentes.
- ▶ Evidentemente que emoções e sentimentos variam de pessoa para pessoa e são notoriamente não confiáveis como motivadores morais. Claro que guiam o nosso pensamento moral, mas também podem obscurecer o nosso julgamento. A raiva e a zanga podem levar-nos a fazer coisas que não devemos. Como o amor....(“o amor é cego”).

- ▶ As normas culturais são mais consistentes e podem ser um guia moral adequado para a maioria das pessoas, na maior parte das culturas, na maioria das vezes e na maioria das circunstâncias.
- ▶ Mas o tempo muda, as circunstâncias mudam e a compreensão muda, e as nossas normas morais podem demorar tempo a adaptar-se. Em qualquer sociedade não primitiva em qualquer tempo particular, podemos facilmente apontar normas morais estabelecidas que eram aceites pela maioria mas ainda assim postas em causa (relativas à escravatura, à homossexualidade, à posição das mulheres na sociedade). Também é comum às normas entrarem em conflito umas com as outras (entramos em situações em que temos obrigações conflitantes ou em que temos que escolher um mal menor).

---

▶ As normas culturais também variam entre grupos sociais ou instituições, levantando a difícil questão sobre quais as normas que devem prevalecer num grupo ou instituição que também faz parte da sociedade. Esta é uma questão na ética dos mercados financeiros: as normas prevalecentes nos mercados (agentes, instituições) parecem bastante diferentes das que existem na sociedade em que se situa. Muitas normas ficam incorporadas em leis formais e, em muitos casos, obedecer à lei é tomado como uma proxy de comportamento moral, mas isto nem sempre funciona. É evidentemente possível ser ilegal sem necessariamente ser imoral (pequenas ofensas automobilísticas) ou ser imoral sem ser ilegal (ao ser mau para alguém).

- 
- ▶ Devemos também notar que embora geralmente as normas culturais e os sentimentos emocionais nos conduzam na mesma direção, isto nem sempre acontece. É o caso de um paciente idoso com Alzheimer ou o caso de uma criança com uma deficiência congênita dolorosa. Em ambos os casos as emoções dos parentes chegados conduzi-los-ão a querer acabar com o sofrimento, mas as normas contemporâneas e leis são fortemente a favor da preservação da vida humana e portanto conduzem a uma decisão oposta.

- 
- ▶ O terceiro recurso, a razão, é indispensável na negociação do nosso caminho em tais conflitos e na mudança cultural

- 
- ▶ Os três suportes, embora diferentes em natureza, não são independentes.
  - ▶ As nossas emoções são condicionadas pelas culturas em que crescemos (aprendemos o que é nojento ou vergonhoso) e as nossas normas culturais estão por sua vez condicionadas pelas nossas emoções (condenamos o que nos faz zangar). As normas e as leis também resultam de julgamentos racionais. A razão sozinha não consegue dar respostas a questões morais. Tem que começar de princípios ou axiomas gerais, os quais têm de vir de algum lado, tópico de debate filosófico considerável.
  - ▶ Há um consenso crescente de que o raciocínio ético encontra base numa ou mais destas áreas.



- 
- ▶ **Ética:** questões filosóficas tais como: como é que as pessoas devem viver, como devem comportar-se, que regras e princípios devem aplicar, etc.
  - ▶ **Moralidade:** sistema de normas que são prevalecentes em qualquer sociedade, justificações socialmente aceites do mesmo e das estruturas de punição, etc.
  - ▶ No presente contexto, depararemos com um número de práticas na área financeira que são amplamente vistas como imorais. A questão será determinar se serão também não éticas. Assim, será possível dar alguma orientação aos atores individuais mas também criticar e desenvolver as normas sociais em presença.

- 
- ▶ Uma característica das normas atualmente predominantes numa sociedade que é importante para esta tarefa é a de que estão sobretudo preocupadas com o como tratamos os outros em vez de com o como devemos viver mais geralmente.
  - ▶ As pessoas criticam os outros pela sua aparência ou menoridade, pelo seu comportamento privado, pelos seus pensamentos, e os bancos e as instituições financeiras aparecem para uma parcela justa de tal crítica.
  - ▶ Para a sociedade como um todo, contudo, saber como alguém trata os outros interessa geralmente muito mais do que saber se a sua vida é preenchida ou se está de acordo com os seus ideais.
-

- 
- ▶ As questões centrais na ética dos mercados financeiros têm a ver com as formas pelas quais as instituições, as práticas e os comportamentos na área financeira têm impacto nos outros agentes.

# Variedades de ética normativa

---

- ▶ Utilitarismo
- ▶ Ética de Kant
- ▶ Ética consensual ou contratual
- ▶ Ética da virtude

# Utilitarismo

---

- ▶ Nesta abordagem, as ações são julgadas pelas suas consequências avaliadas em termos de alguma medida de utilidade. As suas aplicações assumem a forma de uma análise custo-benefício no âmbito de uma função utilidade da sociedade.
- ▶ No entanto, regista dificuldades na sua aplicação, quer em termos de procedimento, pois não há tempo nem meios (por vezes, é difícil parar para analisar as consequências e é difícil calcular distribuições de probabilidade de taxas de rendimento futuras), quer em termos de medida e definição (qual a definição de função utilidade e a
- ▶ medição do que realmente conta na vida).

# Ética de Kant

---

# O sistema financeiro

---

- ▶ As questões éticas aparecem em práticas financeiras particulares, pondo-se a questão se são eticamente aceitáveis.
- ▶ Críticas morais do sistema financeiro estão preocupadas não só com coisas como é que os bancos e outras companhias de serviços financeiros emprestam, transacionam ou tratam os seus clientes, mas também com a forma com que o sistema como um todo funciona. Existe uma visão generalizada de que o sistema financeiro global como um todo é moralmente falido.

- 
- ▶ Para praticamente toda a gente envolvida na área financeira, tal visão parece um absurdo. Bancos e companhias de seguros, ações e obrigações, instrumentos financeiros e mercados onde são transacionados são um fato simples da vida moderna.
  - ▶ Evoluíram para satisfazer procuras económicas e são utilizadas e tomadas garantidas para praticamente toda a gente no mundo desenvolvido.
  - ▶ Algumas pessoas veem-nos como um bem positivo, enquanto para outras são uma parte da estrutura institucional, sem conotações morais de qualquer ordem. Mas a hipótese subjacente mais comum é a de que são potenciadoras da utilidade: estaríamos pior sem elas.



- 
- ▶ Estas perspectivas contrastantes do sistema financeiro, foram foco de atenção do público em setembro de 2011 com o movimento de protesto “Ocupar Wall Street” e protestos similares que se seguiram em centros financeiros noutras partes do mundo.
  - ▶ Contudo, embora gerando consciência do público, originaram pouco debate racional. Os dois lados simplesmente falharam na sua ligação.

- 
- ▶ Uma pequena análise do sistema financeiro global permite concluir que este está preocupado com determinadas atividades principais como emprestar e pedir emprestado, poupança e investimento, e seguro. No entanto, a especulação, através de contatos derivados, também constitui uma atividade relevante.
  - ▶ Por um período de quase 40 anos a seguir à segunda GM, a indústria financeira foi compartimentada e os diferentes setores estavam sujeitos a diferentes regimes regulatórios.
  - ▶ Entre o princípio da década de 80 e o início da década de 2000, a compartimentação da indústria foi gradualmente mas quase completamente destruída.

- 
- ▶ Em 1986, a desregulação “Big Bang” da Bolsa de Londres (acompanhada da mudança do outcry para electronic trading) aboliu a separação tradicional entre stock broking e stock dealing.
  - ▶ Também nos EUA, a lei de 1982 (Garn-St Germain Act) relaxou os termos da lei de 1933 (Glass-Steagall Act), que tinha obrigado a uma estrita separação entre banca comercial e banca de investimento. As restrições foram completamente removidas em 1998, quando o Travelers (um aglomerado financeiro em crescimento que incluía o banco de investimento Salomon) deu autorização a fundir-se o banco de retalho Citicorp.

- 
- ▶ Nesta altura (década de 90) assiste-se a uma rápida inovação de produtos, especialmente derivados, hedge funds, crescimento enorme do sector da banca de investimento e crescimento das transações interbancárias.
  - ▶ Tudo isto vem colocar desafios à regulação. A crise financeira de 2008 vem demonstrar que relativamente pequenos departamentos de derivados podem levar à falência grandes conglomerados bancários, expondo os restantes ao risco sistemático.
  - ▶ Os diferentes países têm respondido de forma diferente a estas mudanças. No entanto, as instituições financeiras têm-se tornado mais poderosas do que os governos e do que os negócios que suportam, o que tem atraído a atenção da crítica.

- 
- ▶ De facto, ainda que aceitemos que o sistema financeiro tem tido um papel na criação de riqueza, isso não significa maior felicidade nem maior bem estar. O problema da distribuição dessa riqueza e da desigualdade tem crescido nos últimos 30 a 40 anos nos EUA, mas também globalmente (ver argumentos de Joseph Stiglitz, George Soros e Thomas Pogge). Acresce o problema do poder e da exploração por parte dos intervenientes (players) de maior poder em manipular a regulação em seu próprio proveito, pondo em foco a ética da competição.

# Transação e especulação: ética dos mercados financeiros

---

- ▶ Mercados livres são uma abstração económica. Qualquer mercado de qualquer tipo é uma instituição social caracterizada por uma estrutura particular e práticas particulares que põem limitações de um tipo ou de outro (membros, localização, tecnologia, etc.) sobre quem pode participar e como.
- ▶ No caso dos mercados financeiros, existem dois tipos de regulação preocupada com o como os agentes competem: regulação prudencial, desenhada para prevenir o sistema como um todo de colapsar, e regulação de conduta, desenhada primariamente para proteger os interesses dos clientes.

---

▶ Para além de proteger os clientes, a regulação que controla a conduta também inclui várias medidas para governar e proteger os próprios mercados com o objetivo de manter os mercados livres. Isto parece paradoxal, mas a ideia de competição de mercado livre é paradoxal. É da natureza da competição que haja vencedores e perdedores, e se a competição é verdadeiramente livre, não há nada para impedir os vencedores de pressionar a sua vantagem até ao limite, eliminando os seus concorrentes e assim destruir o mercado competitivo. Quando as competições são pela competição, como no desporto, os efeitos de ganhar são auto limitativos. Os vencedores para serem vencedores precisam de oponentes de valor (não é possível uma liga de futebol só com uma equipa).

---

- 
- ▶ Nos negócios, contudo, onde a competição é um meio para atingir um fim, e não um fim em si mesmo, o limite de ganhar é o poder monopolista, onde um jogador controla todo o mercado.
  - ▶ Nos mercados comerciais e industriais, os reguladores respondem ao problema do poder de monopólio através de legislação antitrust, impedindo as empresas de atingir a posição de monopólio, medido em termos de parcela de mercado na indústria. Como as empresas demoram tempo a construir quota de mercado e como a dominância de mercado é relativamente rara, este tipo de regulação é conduzida caso a caso.



- 
- ▶ Nos mercados financeiros, que se movem mais rapidamente, também há o risco de uma empresa ganhar um monopólio no cp. Um corretor (trader) pode tentar comprar todas ou grande parte das acções de um título em particular.

# Salomon Brothers e Títulos do Tesouro

---

# Estudo de casos

---

- ▶ Enron, 2001
- ▶ Crise de 2008
- ▶ ....
- ▶ Rogue traders

# Enron

---

- ▶ Em 2001, a dominância da Enron no mercado não regulado da energia nos EUA era tanta que podia manipular os preços de venda da eletricidade removendo a oferta de partes da rede.
- ▶ Durante um período de 6 meses, os corretores da Enron sistematicamente criaram faltas artificiais na Califórnia, conduzindo a 39 emergências máximas, numa altura do ano em que havia amplas reservas de energia nesse estado e nenhuma dessas emergências seria expectável (pois o pico da procura é no verão).
- ▶ As faltas (ou falhas) eram uma consequência da remoção de capacidade do sistema, parte de uma manipulação dos preços totais para que a Enron pudesse aumentar os preços, o que conseguiu (a divisão de energia obteve receitas de \$100 bilhões nesse período).

- 
- ▶ Esta operação só pôde ser efetuada através de ações coordenadas com a sala de corretagem da Enron (Enron trading floor). Os corretores sabiam exatamente o que se estava a passar e agiram em conluio.