

ENFOQUE SISTÊMICO NA ADMINISTRAÇÃO DE INVESTIMENTOS

Teruo Monobe
Doutor em Administração - FEA-USP
Mestre em Administração Internacional pela American Graduate School of International Management
(Thunderbird, USA)

INTRODUÇÃO

O objetivo do artigo é mostrar o funcionamento do sistema de administração de investimentos para permitir avaliar o processo de gestão. Trata-se de um trabalho descritivo e prescritivo de administração de investimentos, de caráter didático, pois a avaliação feita pelos investidores sempre recai sobre o produto final, que não é suficiente para dimensionar o grau de risco ou eficiência do sistema.

Há pouco tempo, um conhecido banco inglês quebrou por típica falta de controle das operações de um *trader*. Para um bom conhecedor do sistema de administração de investimentos o erro estava *no processo*, que não era transparente para os investidores e acionistas do banco de tal forma que não se pôde dimensionar o risco das operações. Senão, como explicar que até então a instituição estava proporcionando lucros para os acionistas e quebra de uma hora para outra?

Nos últimos anos, no mundo todo, os investidores, pessoa física e jurídica no exercício da cidadania e com o objetivo de proteger o patrimônio, têm acionado os tribunais em questões de administração fiduciária, não raras vezes resultando em punições severas dos infratores, incluindo pesadas multas pecuniárias.

No Brasil, tanto a quantidade de processos quanto o volume envolvido ainda não são consideráveis, de modo que possam ser manchetes nos principais órgãos de imprensa. Os processos de grande importância, pelo valor e pela causa em si, que correm nos tribunais, ainda se referem a abusos cometidos por ocasião dos planos de estabilização econômica do passado, mais especificamente, pelas imperfeições jurídicas contidas nas medidas provisórias e pela desobediência às regras estabelecidas.

As reclamações por negligência na administração de investimentos raramente se tornam públicas embora não sejam protegidas pelo sigilo bancário, e na maioria das vezes são tratados *ad hoc* pelas instituições financeiras. Mas não é a frequência nem a magnitude que preocupam, mas sim a sua recorrência pois poucas instituições dão valor ao processo de investimento, preferindo centrar-se no produto final (rentabilidade). Isto pode persistir enquanto houver a aparente cumplicidade entre a instituição e os investidores, na verificação apenas do produto final e não de todo o processo.

A experiência das quebras de administração de recursos tem sido traumática para todo o mercado e pode inspirar as instituições financeiras e os investidores, a dar um mínimo de importância ao processo sem deixar o foco no produto final em si. A rentabilidade do investimento é muito importante, mas uma avaliação do processo certamente vai permitir constatar a qualidade do produto final, ocasião em que o investidor poderá verificar mais do que a ponta do *iceberg*.

CONCEITOS

Para tentar compreender o sistema de administração de investimentos, ou a administração de recursos de terceiros como é chamado no mercado financeiro, é necessário, em primeiro lugar, visualizar como é o panorama do Sistema Financeiro Nacional com suas instituições, leis, regulamentos e normas.

Também é importante conhecer os conceitos. fiduciário, discricionário e não-discricionário.

Fortuna (1995:15) mostra a estrutura do sistema Financeiro Nacional de forma bastante didática. O autor conceitua o sistema financeiro como "um conjunto de instituições cuja finalidade é propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores". O mercado financeiro é o local onde as transações financeiras são efetuadas, "permitindo que um agente econômico sem perspectivas de aplicação da poupança ou ainda capaz de transformar a poupança em investimento, seja colocado em contato com outro agente econômico, cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades de poupança".

As instituições financeiras podem ser intermediários financeiros e instituições auxiliares. Os primeiros são os emissores de papéis que financiam seus passivos diretamente com o público, para posterior aplicação destes recursos. É o caso dos bancos comerciais, de investimento, de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo. O conceito de banco múltiplo, de 1988, reuniu todos estes papéis em uma definição tal que múltiplas funções podem ser desempenhadas por uma única instituição, desde que a instituição tenha pelo menos duas carteiras para se tornar um banco múltiplo, e tantas carteiras quanto seja o leque de serviços que venha a oferecer.

Por outro lado, as instituições auxiliares são aquelas que fazem a ligação entre poupadores e investidores, promovendo o contato destes com aqueles de modo a facilitar as trocas financeiras. Exemplo disto são as bolsas de valores, que oferecem o recinto para as trocas (os negócios com ações) e que propiciam meios para que estas trocas sejam efetivamente realizadas (liquidadas). As bolsas de mercadorias e futuros, onde não são negociados papéis de emissão de companhias, mas sim de instrumentos financeiros, poderiam ser classificadas como instituições auxiliares, pois têm também papel parecido com o das bolsas de valores.

O conceito de fiduciário tem uma dimensão filosófica, e o de discricionário e não-discricionário uma dimensão operacional. Conceitualmente, o termo “fiduciário” é originário do latim “fiducia”, ou seja, fiança”. O fiduciário, portanto, é a pessoa que determinados assuntos primordialmente no benefício de outra pessoa (no caso, o cliente), geralmente mediante remuneração. Esta relação fiduciária pode ser desenvolvida de forma discricionária ou não-discricionária, dependendo das condições estabelecidas previamente no contrato de prestação de serviços.

As características da relação fiduciária são por. outro lado, a confiança depositada na pessoa do fiduciário por investidores, apresentando como reciprocidade, a boa-fé, o escrúpulo e a confiança que o fiduciário garante em transações que faz em nome de seu cliente. O fiduciário cobre uma gama muito grande de atividades, incluindo, principalmente: a) carteiras administradas; b) fundos de investimentos; c) responsabilidade de agente em lançamentos de debêntures, d) executor de espólio. Este conceito de fiduciário, entretanto, não surgiu do Direito Romano, como parece indicar o próprio nome.

O Brasil inclui-se entre países em que vigora o Direito Civil advindo do Direito Romano, ao contrário dos Estados Unidos e da Inglaterra, países onde é consagrada pelos usos e costumes (Direito Consuetudinário). Por tradição, a diferença entre os dois conceitos é que o Direito Civil sobrepõe a lei escrita àquela feita pelo juiz”. Na prática, o princípio no Direito Consuetudinário é que *o juiz julga o caso*, enquanto que Direito Civil *o juiz aplica a lei*.

Em geral, no Direito Civil é necessária a análise da relação contratual entre a instituição administradora de recursos de terceiros e seus clientes. As obrigações normalmente exigidas de um “fiduciário” dentro do Direito Consuetudinário são aquelas estabelecidas por relação contratual dentro do Direito Civil, e assim, os termos explícitos do contrato, a situação de fato, e os padrões profissionais do sistema financeiro sobrepõem-se a qualquer outra situação (*Manual Fiduciário do Citibank*).

Por outro lado, o conceito de discricionário ou não-discricionário é mais operacional, significando que o cliente dá as ordens de como deve ser administrada a conta (cliente não-discricionário), ou delega totalmente todas as decisões de investimento para o administrador (cliente discricionário). Sob este ângulo, todo quotista de um fundo de investimento, quando compra quotas de um determinado fundo, é totalmente discricionário porque ele não toma a decisão de escolha de ativos que vão compor o fundo. Ironicamente, a recíproca acaba sendo verdadeira em muitos casos, pois o investidor nem sabe os ativos que compõem a carteira do fundo do qual é quotista.

Entretanto, não se deve esquecer que, tanto em termos de fiduciário como de *marketing*, o conceito predominante é de que as necessidades e desejos do cliente devem ser o foco comum de todas as decisões de investimento tomadas pela empresa. Este foco pode enfatizar a unidade de propósito e a coesão de esforço necessárias para o sucesso frente à intensa competitividade de mercado. E, tendo em vista que serviços financeiros são intangíveis e de certa forma pouco

transparentes, o conhecimento do processo permite ao investidor tomar as decisões quanto à sua continuidade de participação como quotista.

A EXISTÊNCIA DO ADMINISTRADOR PROFISSIONAL

Existem muitas razões da importância de administradores profissionais de investimentos. Grande parte dos possuidores de recursos não podem dar-se ao luxo de ter uma administração própria de seu dinheiro porque o custo envolvido seria uma negação do princípio de lucratividade. Os investidores individuais igualmente não teriam condições de administrar seus próprios recursos, nem teriam acesso (no caso de pequenos investidores, como são a maioria) ao mercado para compra e venda de papéis de renda fixa e variável. Deve-se incluir também a complexidade e a sofisticação dos instrumentos financeiros, as incertezas provocadas pela inflação, e o *timing* das oportunidades de negócios.

Desta forma, muitos investidores deixam seus recursos nas mãos de inúmeros administradores profissionais, conhecidos como investidores institucionais, que administram bilhões de reais no Brasil, e muito mais nos Estados Unidos, Europa ou Ásia. Estes investidores institucionais envolvem (i) Bancos Comerciais e de Investimento, (ii) Corretoras e Distribuidoras de Valores (muitos deles hoje “Bancos Múltiplos”), (iii) Seguradoras, (iv) Clubes de investimento (v) Outras companhias autorizadas pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Os administradores profissionais oferecem produtos, tais como: fundos mútuos de investimentos (renda fixa e de ações), planos de aposentadoria complementar, quotas de fundos de investimento imobiliário, entre outros. incluídas também nesta classificação de prestadores de serviços de administração de investimento encontram-se empresas de serviços de aconselhamento em investimento, ou de informações em tempo real, como cotações das bolsas ou notícias, no caso oferecidas pela CMA, *Reuters*, *Broadcast*, *Bloomberg* ou *Gazeta Mercantil*.

Apesar dos clientes (de carteiras e de fundos mútuos) manterem propriedade e controle legal de seu dinheiro, eles delegam as decisões de investimento para os administradores profissionais, caracterizando a relação discricionária. Porém, antes de delegar a função de administração de investimento para um administrador profissional, o investidor precisa tomar a decisão de escolher uma instituição credenciada, de forma quantitativa ou qualitativa.

No primeiro caso, pode ser feita através da verificação de quanto o administrador está disposto a cobrar como taxa de administração, ou então, por meio do desempenho ao longo de alguns anos de referência. Infelizmente, os dados colocados à disposição do público em geral, divulgados em jornais de grande circulação, apesar de obrigatório pelos regulamentos de fundos de investimento, principalmente, não refletem a qualidade e o cuidado no trato dos recursos de terceiros. As carteiras administradas (de fundos de pensão, ou qualquer outro tipo de carteira) não têm esta transparência, não aparecendo sua rentabilidade mensal ou anual publicadas. No

segundo caso, a questão fica mais complicada devido à própria falta de transparência do processo de investimento das instituições administradoras de investimentos.

Para restringir um pouco o universo dos prestadores de serviços de investimento, este artigo irá concentrar-se na administração de carteiras de fundos de pensão, e de fundos mútuos de investimento, de longe os investimentos fiduciários que têm os maiores saldos administrados pelas instituições financeiras.

Os fundos mútuos de investimentos são administrados como um condomínio de investidores, reunindo dinheiro de diferentes clientes. Este dinheiro é investido em uma carteira diversificada de ações ou de papéis de renda fixa, dependendo do caso, pelos administradores profissionais. Os donos dos fundos são quotistas, mas que não raras vezes imaginam que o administrador é o dono do fundo.

Instruções do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil obrigam cada administrador a vender ou resgatar as quotas pelo *patrimônio líquido*, ou seja, os ativos líquidos que o fundo possui. O patrimônio líquido é calculado dividindo-se o total do valor de mercado de todos ativos do fundo (menos os valores a pagar, incluindo a taxa de administração) pelo total de quotas emitidas. Este patrimônio líquido é divulgado pelos jornais diariamente, conforme determinação dos órgãos reguladores. No caso de um fundo de renda variável, em que as cotações dos papéis são divulgadas diariamente no fechamento das bolsas, a avaliação do patrimônio é simples. O mesmo acontece com o patrimônio de fundo de renda variável, em que consta um determinado volume de papéis de diferentes graus de risco, em que o valor de face não coincide com o risco inerente da instituição emissora.

Os ativos dos fundos de pensão, por outro lado, compõem-se de recursos provenientes de planos de previdência complementar de empresas (planos fechados, pois só podem entrar neles os funcionários da empresa patrocinadora), ou de planos de aposentadoria oferecidos pelas seguradoras ou bancos (planos abertos, pois o acesso é livre a todos, tais como os recentemente criados "Fapi"). Este dinheiro arrecadado é parcialmente investido em renda fixa ou em ações, para garantir um rendimento igual ou superior à chamada "meta atuarial" do fundo. Como muitas vezes o volume destas carteiras é grande, normalmente o dinheiro é entregue a várias instituições administradoras, que brigam entre si para apresentar melhor rentabilidade.

Se de um lado, os investidores avaliam a qualidade dos serviços prestados por um administrador, comparando o desempenho deste administrador com os concorrentes, por meio de informações disponíveis, por outro lado, a verdadeira avaliação do administrador (que normalmente não é feita) deve ser considerando-se o componente risco/retorno. Tal avaliação muitas vezes não é feita, ou porque não existem informações pertinentes que possam ser avaliadas pelo investidor, ou porque o caráter fiduciário da administração da carteira (ou fundo) torna pouco transparente esta relação investidor/administrador. Também, não se pode exigir que o investidor pessoa física entenda os mecanismos do mercado financeiro para poder avaliar e

escolher a instituição para administrar os seus recursos. Pode ser esta a razão por que não se efetiva esta forma qualitativa de escolha de um administrador.

Em vista disto, uma das formas de avaliar interna ou externamente a qualidade da administração fiduciária é sob o ponto-de-vista sistêmico, pois é possível visualizar se as atividades envolvidas estão trabalhando como vasos comunicantes, tal como foi projetado o próprio sistema financeiro nacional. E, principalmente, se não há perda de eficiência no processo de investimento, ou se a relação risco/retorno está adequadamente dimensionada.

CONCEITO DE SISTEMA

O conceito de “sistema” é muito amplo, dependendo de como é visto pelos vários níveis da organização ou, até mesmo, de como é encarado de dentro do mesmo nível organizacional. Johnson (1963) definiu “como um todo organizado ou complexo, uma montagem ou combinação de coisas ou partes for complexo ou todo unitário”.

Optner (1960), por outro lado, já considerava sistemas sob dois aspectos: “estruturado” e “não”. Completamente estruturado. De acordo com ele, sistemas estruturados são os sistemas físicos que construídos de partes elétricas e mecânicas e criados para operar de forma altamente previsível. Os sistemas não completamente estruturados, por sua vez, são aqueles em que o ser humano é parte da unidade processadora.

Quando o ser humano torna-se parte do sistema, as funções de processamento são executadas de forma menos automática do que quando uma máquina é usada, como é o caso do sistema estruturado. Já que não existe nenhum modelo que descreve todas as atividades do ser humano, não há nenhuma maneira de se conhecer como cada fase do processo do sistema deveria ser implementado. Pode apenas supor que a eficiência não seria a mesma, confiabilidade e a precisão também não seriam iguais às do sistema estruturado. Sistemas administrativos caem na categoria de não completamente estruturados.

Ainda de acordo com Optner, uma definição mais completa poderia descrever um sistema como conjunto de objetos com um dado conjunto de relacionamentos entre os objetos e seus atributos. Mais especificamente, os elementos do sistema incluiriam os objetos, os atributos e os relacionamentos. Os atributos são os parâmetros do sistema; tais parâmetros são a entradas, os processos, as saídas, o *feedback-controle*, e a restrição. Os atributos são as propriedades dos parâmetros objetos; são as manifestações externas da maneira como um objeto é conhecido, observado, ou introduzido em um processo. Os atributos caracterizam os parâmetros do sistema, tornando possível a atribuição de um valor e uma descrição de dimensão. Os atributos de objetos podem ser alterados como resultado de operação do sistema.

Relacionamentos são elos que ligam objetos e atributos no processo do sistema; são postulados entre todos os elementos do sistema, entre sistemas e subsistemas, e entre dois ou mais subsistemas. Os relacionamentos podem ser caracterizados como de primeira, segunda ou

terceira ordem, dependendo de sua importância, de complementaridade, de redundância ou de contradição. Sinergia é um relacionamento de segunda ordem porque se trata de ações cooperativas de agentes independentes que produzem resultados totais maiores que a soma de seus resultados obtidas de forma independente. Uma condição contraditória existe quando o sistema apresenta situações mutuamente exclusivas, ou seja, se uma é verdadeira, a outra é necessariamente falsa.

O termo “processo”, empregado para definir o estado presente do sistema, é definido como a totalidade de componentes incorporados por todos os objetos, atributos e relacionamentos para produzir um determinado resultado. Os processos podem ser mental (pensamento, planejamento, aprendizagem), mental-motor (teste, escrita, construção), ou mecânico (operação, funcionamento). Os processos se aplicam ao ser humano ou a máquinas e às suas atividades combinadas. Sistemas podem ser identificados por seus processadores ou processos, sendo que nenhum sistema pode ser definido independente de um processo.

O sistema total consiste de todos os objetos, atributos, e relacionamentos necessários para cumprir um objetivo, dadas as restrições. O termo sistema é mais freqüentemente empregado no sentido de sistema total. O objetivo do sistema total define o propósito do qual todos os objetos, atributos e relacionamentos do sistema foram organizados. As restrições do sistema são as limitações colocadas nas suas operações. As restrições definem a fronteira de um sistema e torna possível estabelecer explicitamente a condição sob a qual se pretende operar o sistema.

O conceito de módulo, também definido por Optner tem sido descrito como o método da “caixa preta” do sistema de análise. Este conceito foi extraído da engenharia elétrica, onde o sistema é considerado como estando contido dentro das fronteiras físicas ou administrativas podem ser facilmente, especificadas. Contudo, os processos que acontecem entre as fronteiras não são diretamente observáveis e precisam ser deduzidas a partir das respostas observadas (saídas), quando encontradas conhecidas são colocadas.

O modelo da “caixa preta” contém três propriedades: os terminais de entradas (**input**), os terminais de saídas (**output**), e a própria caixa (ou o processador), como se pode ver na figura 1 a seguir. Uma quarta propriedade foi desenvolvida por Norbert Wiener propôs que todos os sistemas, físicos ou não-físicos, são sistemas de informação e sistemas de feedback. Levando-se isto em consideração, o módulo deve ter condições de auto-organização e auto-regulamentação para ser considerado um processo de sistema em atividade.

Uma determinada parte de desempenho do sistema deve ser também atribuída ao ambiente do sistema, tanto interno quanto externo. Esta função de ambiente age como um controle no processo do sistema e deve ser levado em conta em qualquer análise de sistema. Este conceito de desempenho também é citado por Churchman (1971), como será visto mais à frente.

Como se pode ver na figura 1, a função de entrada permite um meio de acesso ao sistema e ao processador a fim de fazer o processo administrativo começar; a função de saída um meio de saída do sistema depois que o processo administrativo estiver completado; a função de

processador um meio de desempenho do processo administrativo, e a função de controle um meio de monitorar o processador de modo que assegure operação de acordo com o ambiente administrativo no qual está localizado. A função de *feedback* permite monitorar a saída e a reentrada dos resultados do processo administrativo no sistema, assegurando uma saída mais correta nas futuras operações.

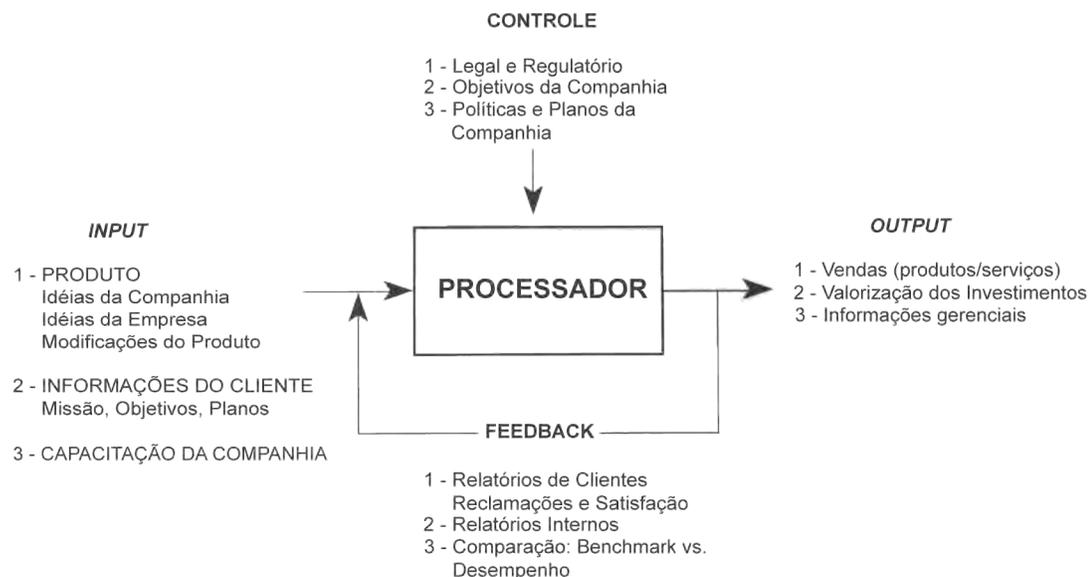


Figura 1. Modelo de “Caixa Preta” adaptado para Administração de Investimentos

ADMINISTRAÇÃO DE INVESTIMENTOS COMO SISTEMA

A abordagem de sistemas à administração de investimentos envolve considerar os objetivos, recursos e limitações do mercado financeiro como conjuntos de variáveis interativas. Isto porque no mercado financeiro as decisões devem ser tomadas para resolver problemas complexos, muitas vezes sob condições de incerteza. Em tal situação, o papel da análise de sistemas é para especificar uma rede fechada de razões na qual os componentes vão trabalhar juntos de modo que possam produzir um ótimo balanço de economia, eficiência e minimização do risco.

As decisões de investimentos fazem um processo integrado de administração de investimento. Quando se analisa o processo de investimento como um sistema, ou subsistema do sistema financeiro nacional, a primeira atividade a ser considerada é a (*output*) já que ela estabelece o propósito para o sistema. A administração de investimento como sistema permite

visualizar uma série de saídas, sendo a rentabilidade (para o investidor) ou receita (para a empresa) as principais saídas.

Esta interface entre as expectativas do investidor (rentabilidade) e as do prestador do serviço (receita) deve ser conduzida por um setor independente do departamento que, em muitas empresas não-financeiras, passou a ser feita pela figura parecida com o *Ombudsman*. Nas empresas prestadoras de serviços, esta figura procura estabelecer um elo de ligação entre as reclamações dos clientes e a administração da empresa, para que a imagem da empresa seja preservada.

Em uma instituição financeira, a necessidade de informação fez surgir duas saídas ao sistema de investimento: primeira, a de suprir informações operacionais para a administração; e segunda, a de fornecer informação técnica ao setor da empresa responsável pelas decisões nas quais os produtos/serviços da companhia estão baseadas. Diversas funções são inerentes a estas saídas, tais como: coleta de dados (feita por fontes externas ao departamento) e tratamento, disseminação e utilização (feitas pelo Comitê de Investimentos).

Para obter as saídas mencionadas acima, é necessário que entradas correspondentes estejam disponíveis para o processador. É necessário que o sistema tenha um produto, que pode ser só uma idéia. A mais importante entrada no sistema de investimento é a informação, cuja disponibilidade, precisão e adequação temporal constituem-se no fator determinante da qualidade da decisão. Esta informação tem diversos ângulos: para o gerente do produto interessa o desempenho dos concorrentes, para o Comitê de Investimentos interessa o panorama macroeconômico e para o distribuidor interessa a informação da sua capacidade interna.

O processador do módulo é a própria administração de investimentos, já que “em todos os casos de análise de sistemas em estudo, por definição, é o próprio processador” (Churchman, 1971). O elemento processador de um sistema em estudo pode ser descoberto observando-se a saída do sistema quando as entradas foram feitas. A saída e a entrada dão margem a possibilidades de existência de vários subsistemas dentro desta unidade processadora de sistema que são divididos em departamentos por funções, tais como: atender as necessidades de investimentos dos clientes (Área Comercial), pesquisar e criar novos produtos (Gerente de Produto), fazer alocações de investimento (Comitê de Investimentos), comprar/vender títulos e administrar os ativos mobiliários (Administrador de Carteiras de Investimentos), execução de transações no mercado (*Traders*) e controlar o processo (*Compliance*).

Todos os sistemas administrativos operam em um ambiente que limita ou controla sua atividade, os quais formam um conjunto de parâmetros ambientais que no sistema de administração de investimentos podem ser controles internos e externos. Externamente, as regulamentações do Banco Central quanto aos papéis de renda fixa e as da Comissão Valores Mobiliários, quanto aos papéis de renda variável constituem-se nos principais reguladores do sistema, ou controladores do macro-sistema, popularmente conhecidos como “xerifes” do mercado. Os controles também podem ser internos ao sistema quando monitoram a maneira pelas quais as

operações vem ser conduzidas. Isto é efetivado através de planos e políticas, que nada mais são do que a tradução dos objetivos declarados da empresa.

Para que o produto passe de idéia investimento concreto de uma forma tal que ele cumpra as metas do sistema, são necessárias entradas adicionais na forma de informação. Esta informação pode vir por intermédio de pessoas que receberam as saídas iniciais, através do **feedback**, isto é, o sistema deve fornecer meios para corrigir futuras operações baseadas na reação daqueles que receberam as saídas iniciais. No caso presentemente discutido, esta informação da avaliação de desempenho de carteiras e fundos.

Recorrendo-se aos conceitos de Churchman, é possível compreender melhor o sistema de administração de investimentos, o modo de pensar a respeito dos sistemas totais e seus componentes, particularmente levando-se em conta o enfoque da eficiência e da ciência. A questão moral que se coloca na administração financeira muitas vezes não é levada em consideração, pois o dinheiro é um meio de troca, e com exceção de sua procedência, não leva em conta se sua aplicação é para fins especulativos ou sociais. Ademais, muitos tipos de uso são de soma zero, conforme é o caso de operações especulativas como opções, se não for usado como instrumento de *hedge* (defesa) da carteira. É soma zero porque se o comprador está ganhando, em compensação, o vendedor está perdendo, ou vice-versa.

O objetivo dominante de todos os administradores do sistema de investimentos é a eficiência das operações, em que o lucro é maior quanto menor for o custo. Este enfoque conduz naturalmente à automação. Mas, considerando-se que, no mercado financeiro, as atividades resumem-se em grande parte a números, é natural que o computador seja de utilidade primordial, sendo na administração de carteiras um instrumento imprescindível, tanto nas decisões de investimento quanto nas operações de processamento. O uso é intenso na alocação de recursos, no processamento diário das carteiras e fundos, e na avaliação de desempenho.

A questão principal do uso do computador é o suprimento de informações atualizadas sobre as mudanças da carteira e dos fundos, já que os *inputs* diários tanto de cotações das ações como nas provisões de rendimento de um papel de renda fixa são obrigatórias por regulamento da CVM e do Banco Central. As avaliações contêm informações estatísticas de várias formas, mostrando se as decisões de investimento do administrador foram boas ou más em termos de média de mercado e sob as circunstâncias econômicas prevalentes. Necessário escolher uma escala de tempo, porque uma decisão considerada correta hoje, pode não ser boa ao longo do tempo.

Apesar de ter havido tentativas bem sucedidas de usar o computador como um instrumento de investimento, como por exemplo, para dar sinais de compra e venda de papéis baseados em programas prontos, estas tentativas não conseguiram superar a intuição do administrador de carteiras. Mas, a aplicação de novas tecnologias, gerando menos custos e aumentando a eficiência geral, tem mostrado que o uso do computador é imprescindível nas

transações financeiras, a ponto de tornar a figura do velho corretor (sem mínimas noções de informática) uma lenda no mercado do financeiro. .

Sob o ângulo da eficiência, é necessário acrescentar que o administrador de carteiras está constantemente decidindo em termos de custos de oportunidade, já que suas decisões serão sempre as de escolher uma aplicação em detrimento de outra, de timing de uma aplicação, considerando-se os riscos e as restrições legais e regulamentares.

Na administração de investimentos é o aparecimento da questão da eficácia. Embora muitas instituições se baseiem na Rentabilidade total como parâmetro para medir a eficácia de um banco, esta não é seguramente uma medida ideal. Talvez a lucratividade sobre o patrimônio líquido pudesse ser uma boa medida; mas conclusiva a respeito da eficácia, visto que poderia permitir maiores indícios sobre resultados futuros.

Um dos aspectos mais enfatizados na administração de investimentos refere-se ao estabelecimento de medidas de rendimento. Frequentemente, a medida de rendimento é estabelecida em termos de lucros operacionais, quantidade de clientes nas carteiras ou então, volume de receitas operacionais. Não há dúvida que tais indicadores são importantes, já que se referem ao desempenho dos administradores, em termos de administração de investimentos, a taxa de sucesso em algumas carteiras é a medida real de rendimento.

PROPOSTA DE MODELO DO SISTEMA

Aplicando-se os conceitos de Churchman e seguindo com a definição de “c.o.r.e.s” de Scaico (1985), torna-se possível aos investidores e aos administradores de carteiras testar a eficiência do sistema. O uso da definição de sistemas - um conjunto de *componentes* que se relacionam para atingir *objetivos*, transformando sob *restrições* e oportunidades *entradas em saídas* (“c.o.r.e.s.”) - deveria ser mais o adequado para os objetivos de entendimento da administração de investimentos (Scaico, *op. cit.*).

O cumprimento das metas propostas pela instituição financeira depende da interação bem feita entre os fluxos de informação, materiais, dinheiro, recursos intelectuais da empresa. Pensar em termos funcionais limitados pode ser insuficiente para entender os efeitos destas interações, porque não permite visualizar os impactos nas decisões, políticas, formas organizacionais e alternativas de investimento dentro da empresa.

Os cinco itens básicos de um sistema definidos por Churchman permitem o entendimento do sistema de administração de investimentos. Em primeiro lugar, os objetivos do sistema global de compatibilizar a rentabilidade do investimento com risco leva a uma coincidência entre o objetivo declarado e o real, apenas diferindo quanto aos parâmetros que podem ser diferentes tanto para o investidor como para a instituição financeira.

Devido à complexidade de entendimento de objetivos reais e declarados, a Gerência Comercial deve discutir intensamente as intenções dos titulares das carteiras de investimentos antes do fechamento de contrato, para que sejam claramente estabelecidos os reais objetivos de investimento do cliente, suas restrições a determinados tipos de investimento e uma explícita definição de um percentual de alocação de recursos em renda fixa e em ações, para deixar transparente o perfil da carteira e o apetite ao risco.

A medida de rendimento declarada de um bom fundo de pensão é a meta atuarial (geralmente de 6% ao ano acima da inflação), mas a medida real de rendimento do cliente é sempre o melhor desempenho do administrador concorrente, o que resulta não raramente em conflitos entre o titular da carteira e o administrador. Por isso, em alguns casos, estabelece-se uma taxa de desempenho como a medida real de rendimento, isto é, o administrador recebe uma remuneração somente se ultrapassar um percentual de lucratividade previamente estabelecido, definindo claramente o conceito. Este conceito também está sendo aplicado aos fundos mútuos de investimento.

Quando o gerente das contas (Área Comercial) determina o objetivo de investimento da carteira de acordo com o objetivo do cliente, estabelece uma medida de rendimento para o sistema, traduzida em termos percentuais de rentabilidade/custo operacional. A finalidade do investidor no ato de investir seu dinheiro nada mais é do que receber em troca uma rentabilidade, que nunca é totalmente satisfeita porque se deseja sempre a maior possível, e tem como piso a rentabilidade acima da poupança. Enquanto o estudante, no exemplo de Churchman “procura alcançar uma nota alta mesmo com o sacrifício da compreensão total do conteúdo do curso”, o investidor pode elevar o seu risco em troca de uma rentabilidade mais alta, sem ter a percepção do trade-off envolvido. Se uma instituição deu maior rentabilidade é porque houve mais risco; poderia ser o contrário, tendo o investidor perdido dinheiro.

Em administração de investimentos, principalmente sob ótica fiduciária, os objetivos do administrador devem coincidir com os dos investidores. Assim, a identificação dos objetivos reais e dos objetivos legítimos é uma discussão duradoura, que pode ser iniciada com uma política de “Conhecer o Investidor” para conhecer-se primeiro a procedência do dinheiro. É necessário conhecer a procedência para evitar ser agente de lavagem de dinheiro de corrupção, de droga, e de atividades ilegais. Embora seja um custo de oportunidade que não vale a pena considerar, o dinheiro ilícito disponível no mundo, de acordo com estatísticas, chegava a aproximadamente 800 bilhões de dólares em meados de 1995. Talvez este custo deva ser incluído na medida de rendimento, pois, como diz Churchman, “teremos que ser explícitos e opor resistência ao modo em que estes aspectos do sistema entram como medidas de rendimento dos sistemas”.

O outro aspecto do sistema que o administrador de investimentos deve considerar é o ambiente e, neste caso, o próprio mercado financeiro. O ambiente é o que está “fora” do sistema, está sem o controle deste, mas que influi no seu funcionamento. Na administração fiduciária o entendimento deste conceito é de fundamental importância, porque: (1) o mercado financeiro é

muito regulamentado pelas autoridades monetárias em todo o mundo, e (2) os ciclos econômicos influem nos investimentos, estando ambas estas variáveis fora do controle de sistemas. Como em *marketing*, cabe ao administrador enquadrar-se no ambiente, devendo existir um setor específico da empresa para medir periodicamente a adequação da política e dos procedimentos aos órgãos reguladores.

Os recursos do sistema acham-se dentro dele, por serem os meios que o sistema dispõe para desempenhar suas atividades. Em se tratando de empresa de serviços, a qualidade dos recursos humanos define o seu produto final. O mesmo se aplica a um time de futebol, que se tiver apenas jogadores ruins, tem poucas chances de ganhar o campeonato, a não ser que os outros sejam piores do que ele. No caso de instituições financeiras, o recurso intelectual é fator determinante do desempenho dos serviços da empresa, desde a criação de *softwares* específicos para as decisões de compra/venda de instrumentos financeiros, até para o processamento das informações pós-venda, sem considerar a qualidade técnica dos tomadores de decisão.

A questão primordial dos componentes é talvez a mais importante da administração de investimentos. A administração de investimentos, na realidade, é um subsistema de uma instituição financeira, a qual, por sua vez, é subsistema do sistema financeiro. Mas, se a administração de investimentos for tratada como sistema, os seus subsistemas correspondentes poderiam ser: de entrada, de processamento, de saída, de *feedback* e de controle, como já foi visto na figura 1.

Mas, a decomposição sugerida por Scaico (1985) no modelo integrador de sistemas reflete melhor o funcionamento dos componentes. Assim, as funções de intervenção são conduzidas pela CVM e pelo Banco Central, na função integradora o Deliberador é o Comitê de Investimentos (decisões tipicamente executivas) e a função de desempenho é conduzida pelo Comitê de Assuntos Fiduciários (decisões tipicamente normativas), sendo os *traders* e administradores os processadores. O funcionamento do sistema de administração de investimento, de acordo com este modelo, é mostrado na figura 2.

A clássica discussão entre Marketing e Produção na administração de investimentos não é muito bem definida porque o Gerente de Produto é a figura central entre a função mercadológica (Gerente de Contas e de Distribuição) e a função de produção (Administradores de Carteiras). Os chamados administradores das carteiras sabem como os produtos são vendidos, tomam ciência do perfil do cliente e de seu objetivo.

No caso do cliente ficar desapontado pela rentabilidade do seu investimento, cujo *timing* do investimento e a compra em si dos papéis foram de responsabilidade do administrador, fica prejudicada a venda de novas quotas e contratos de carteiras administradas, diminuindo assim, as receitas da empresa. Este conflito deve ser mediado pelo Gerente de Produto, que também deve contribuir para avaliar a medida de rendimento do Administrador de Carteiras, apontando as falhas de funcionamento do subsistema para discutir soluções adequadas.

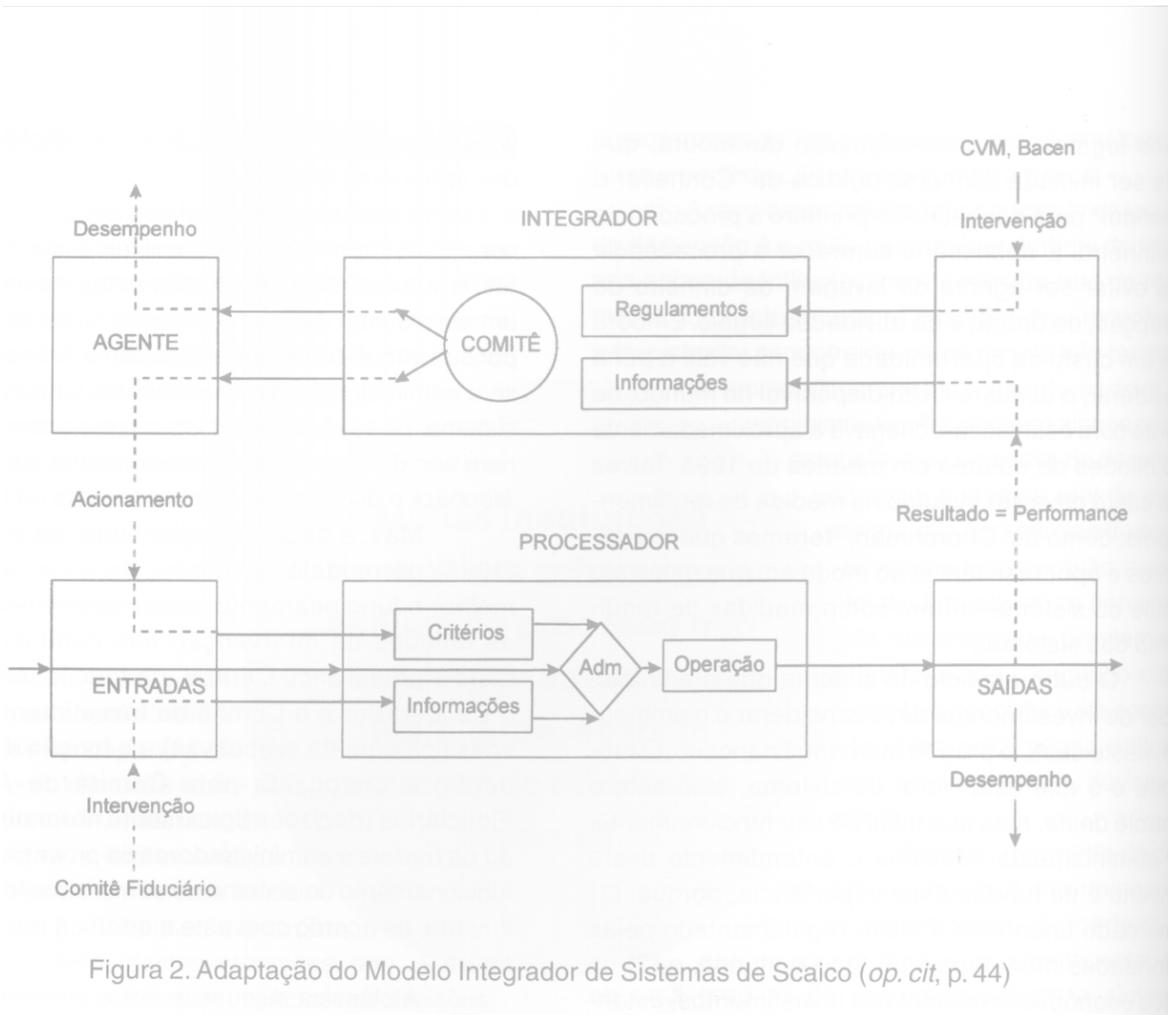


Figura 2. Adaptação do Modelo Integrador de Sistemas de Scaico (op. cit, p. 44)

No mercado financeiro, os setores envolvidos com administração de investimentos são distintos de outros setores que desempenham funções tipicamente bancárias, embora todos trabalhem para alcançar os objetivos da empresa. Conseqüentemente, o nível de qualificação exigido também é diferente. É até natural que as pessoas, que trabalham na administração de investimentos, identifiquem-se mais com o setor do que com a missão da empresa (o banco todo). Não é questão de impor a idéia de que a atividade deste componente é melhor do que os outros, mas, seguramente, considerando-se a transparência que deve ser dada ao investidor institucional, principalmente, isto é levado em conta.

A análise dos componentes do sistema na administração de investimentos fiduciários oferece à empresa e ao investidor condições de medir a eficiência global do sistema. Muitas instituições financeiras acham que a análise do processo não tem importância. mais tarde, acabam amargando resultados adversos. Pode-se dizer até que as missões de muitas instituições financeiras com referência à sua clientela não são cumpridas. Como se sabe, a normatização - do mercado é fixada por leis e regulamentos, que punem as violações às regras, tais como: o uso de

informações privilegiadas para fazer negócios; a quebra do sigilo bancário; os enquadramentos regulamentares; a proibição de lavagem do dinheiro, entre outros itens.

Mas, pequenas violações existem diariamente sem que as autoridades fiscalizadoras saibam; por isso a divisão do sistema em componentes permite à instituição a informação necessária para sistema está operando de acordo com os objetivos, prevenindo perigos potenciais mais à frente. Riscos deste tipo podem ser monitorados se houver uma vontade expressa pela instituição, cujas regras devem ser expressas na sua política, com monitoração de um setor de controle independente do processo.

É interessante discutir se as medidas de rendimento dos componentes estão relacionadas com as medidas de rendimentos do sistema global. A medida de rendimento do componente “Administrador”, por exemplo, é a máxima rentabilidade conseguida nas compras e vendas de papéis, mas isto é, às vezes, é difícil de conceituar operacionalmente. Face a este problema, é preciso, antes de definir as medidas de rendimento, determinar a missão do sistema e a dos seus componentes.

As missões do sistema devem incluir a preservação do capital dos clientes, ou o ganho de capital a partir do investimento realizado. A missão dos componentes está mais ligada com o aspecto de operacionalização da missão do sistema, e depende da departamentalização das funções dos componentes, tais como, compra/venda de títulos com lucro nas duas pontas, controle de execução de ordens adequada, aderência às normas fiduciárias.

A partir da definição destas missões fica mais fácil chegar-se às medidas de rendimento. Em alguns casos é difícil, ainda assim, estabelecer estas medidas de rendimento. Por exemplo, em épocas de baixa no mercado acionário, se o Administrador comprou um papel que caiu 2% no mês em que houve baixa de 10% nas bolsas, é difícil identificar se o fato dele ter evitado maior perda significa que seu desempenho foi bom. Diante das baixas de mercado, deve-se sempre pensar em termos de medidas reais de rendimento expressos nos critérios e unidades adequados perfeitamente à situação. A este respeito, Kay (1966) diz que os Dez Mandamentos e as leis dos homens fornecem importantes critérios de avaliação de desempenho sem usar valores monetários, fornecendo, contudo, valores nas saídas do sistema.

Para o Comitê de Investimentos, o fato de ter tomado decisões sobre alocação de recursos que se revelaram positivas ao longo do tempo significa uma medida de rendimento adequada em termos de sistema global. Se, por exemplo, mudar a legislação por parte dos órgãos reguladores, a medida de rendimento deve também ser modificada. Se, igualmente, mudar uma outra parte do sistema, fica imprescindível mudar a medida de rendimento do componente afetado. Na prática, o Administrador não deve ficar em posição de inércia vendo o mercado reagir negativamente porque o Comitê de Investimentos estará constantemente informado sobre o comportamento do mercado de renda fixa e variável, e o Administrador terá sempre o *feedback* negativo (Katz e Kahn, 1974) sobre as carteiras e fundos sob sua administração.

O último item do sistema citado por Churchman refere-se à sua gestão. A gestão do sistema implica em considerar as finalidades do sistema, o ambiente, a utilização de recursos e os componentes, determinando as finalidades dos componentes, fazendo a alocação dos recursos e controlando o rendimento do sistema. O Setor de Administração de Investimentos é o próprio gestor do sistema, que tem subsistemas para efetuar a alocação de recursos e determinar o controle das operações. O subsistema alocação de recursos deve ser desempenhado por um Comitê de Investimentos com poderes mais executivos do que normativos, determinando diretrizes para a alocação da massa de dinheiro captado, recomendando aplicações em empresas e aprovando uma lista de emissores de papéis de renda fixa (outras instituições financeiras), de acordo com o *rating da* instituição e da capacidade de endividamento. A função de controle é exercida por dois diferentes setores, que são controladores do micro-sistema. O primeiro é externo ao setor, sendo feito em base anual. Trata-se da Auditoria Interna, que tem a principal função de verificar se a política e os procedimentos da instituição como um todo foram seguidos, dando uma nota final como medida de rendimento. Outro setor, este pertencente à própria administração de Investimentos, avalia se o processo é coerente com os objetivos de clientes e com os órgãos reguladores. Este controle tem a finalidade de assegurar a definição correta do ambiente externo e interno, e verificar a coerência dos procedimentos.

Por ser o mercado financeiro muito regulado e tendo em vista os objetivos do investidor, a função deste “xerife” é assegurar que o gestor do sistema está desempenhando sua função de acordo com as restrições (órgãos reguladores) e das saídas do sistema (rentabilidade dos investidores). Em termos práticos, esta função assemelha-se à de um comandante de navio, citado por Churchman, que tem que checar os desvios e os planos a partir de informações, determinando porque ocorreram os desvios, avaliar o rendimento do navio, e fazer mudar os planos se a informação sobre o mar (variável incontrollável) assim o exigir.

Considerando a definição de “c.o.r.e.s.”, é necessário também considerar-se as restrições e as oportunidades do sistema. Conforme foi relatado, as restrições ao sistema estão presentes dentro e fora do sistema. Leis e regulamentos são as principais restrições, mas também podem oferecer oportunidades, principalmente em se tratando do mercado financeiro. Exemplo disto foi o fundo de *commodities*, que pela facilidade de aplicação e resgate após trinta dias, constituiu-se em uma das principais aplicações. Além disso, a regulamentação dos fundos de pensão pelos órgãos reguladores constituem-se em oportunidades que devem ser aproveitadas, principalmente aquelas que têm um sistema de investimento mais adaptado à rigidez da legislação.

OS SUBSISTEMAS EM FUNCIONAMENTO

Na prática, o sistema de administração de investimentos tem um funcionamento bastante simples iniciando-se com uma clara definição dos objetivos do sistema, a descrição do papel dos componentes função de *feedback-controle*.

Objetivo dos negócios

As atividades do sistema são caracterizadas pela busca de cumprimento de objetivos que envolvem uma mistura de diferentes itens, muitas vezes conflitantes: (i) a preservação do capital; (ii) a busca da liquidez; (iii) maximização do retorno de acordo com o perfil e os objetivos dos clientes; (iv) a minimização do risco a um patamar aceitável. O sucesso do Administrador está relacionado com sua habilidade de calibrar estes objetivos com as circunstâncias do mercado financeiro.

Para tanto, a organização da estrutura da área de administração de investimentos, combinada com os seus componentes (a escolha dos seus recursos humanos e a disponibilidade de equipamentos e tecnologia de processamentos de dados) deve assegurar as habilidades e os recursos para identificar desempenho positivo mesmo em condições econômicas desfavoráveis. Conseqüentemente, a busca deve ser sempre de retornos por meio de avaliação precisa do mercado, usando-se a informação pública e disponível, concentrando-se em obter as medidas reais de desempenho que se espera destas informações.

O processo de investimento, que inclui o método analítico de estabelecimento de *benchmarks* e a definição de estratégias, deve sempre depender de uma identificação precisa dos objetivos de clientes em termos de: (i) retornos esperados; (ii) tolerância ao risco; (iii) necessidade de liquidez; e (iv) horizonte de tempo do investimento. O papel do gerente da conta no processo de identificação e especificação dos objetivos do cliente, é primordial, pois reflete na alocação de recursos com o conseqüente impacto nos retornos da carteira.

Políticas e Práticas

O setor de administração de carteiras de investimento pode incluir carteiras discricionárias em forma de fundos mútuos e carteiras administradas para todas as linhas de produtos. Freqüentemente, o setor assume alto risco e exposição quando seu pessoal age sem considerar o padrão fiduciário, embora a sociedade brasileira ainda não exija um atendimento idêntico ao praticado nos países onde o conceito está mais difundido. No entanto, deve-se considerar que existem riscos na decisão de aceitar novas carteiras, ou no oferecimento de novos fundos mútuos de investimento.

A natureza dos serviços prestados pelo setor deve contemplar uma política voltada, em primeiro lugar, para a adoção dos princípios fiduciários mais elevados e padrões básicos aplicáveis à conduta fiduciária de qualidade e às atividades de serviços de investimento. Na condução destas atividades, o papel dos administradores de carteiras, o comitê de investimentos e a atividade de

auto-regulação devem ser delineados com clareza, de modo que o setor possa apresentar desempenho satisfatório sem ferir os requisitos legais e regulatórios.

O sucesso, como administrador de recursos financeiros, independentemente da rentabilidade que possa apresentar, está em: seguir as instruções dos clientes, estando ou não no contrato assinado; prestar serviços com a prudência e o zelo típicos de um administrador de investimentos; comunicar-se de forma clara e honesta com o cliente; desempenhar as funções com lealdade e integridade como implícito no conceito de fiduciário. O cumprimento destes requisitos exige o desenvolvimento de manuais de cada um dos produtos distribuídos pela unidade, os quais devem prever os princípios, os padrões, e o arcabouço legal e regulamentar que devem ser seguidos.

PROCESSO DE TOMADA DE DECISÕES

Os princípios gerais que norteiam a tomada de decisão referem-se, em primeiro lugar, à identificação das responsabilidades das pessoas envolvidas e às informações que fluem de várias fontes, sendo elas utilizadas de acordo com os objetivos pré-estabelecidos, tais como, informações gerenciais sobre o desempenho das carteiras e fundos, ou para a tomada de decisões de alocação de recursos.

O processamento da informação é comumente o serviço de todo setor de administração de investimentos. O sistema de informações deve receber inputs do ambiente (clientes, concorrentes, empresas com ações na bolsa, da economia) ou de outros elementos do negócio (informações do processamento das carteiras). Seus próprios outputs tornam-se relatórios que são reprocessados pelo Administrador e usados para tomada de decisões.

Para os fornecedores de informações, o produto final é a própria informação. Não é o caso das informações fornecidas pelo setor de pesquisa de investimentos, externo ao setor de administração de investimentos, que, como cliente daquele setor, espera a qualidade e a eficiência das informações oferecidas.

A informação, como recurso, necessita ser confiável, precisa e disponível, estando sujeita à obsolescência, se não for usada em tempo, além do custo embutido na sua obtenção e processamento.

Fazer uso destas informações para a tomada de decisões é o papel do Comitê de Investimentos, que estabelece as políticas globais de investimento, incluindo a avaliação dos mercados e o critério de alocação de papéis de renda fixa e variável, e os ativos de modo geral das carteiras administradas pelo setor. O comitê tem também a função de discutir o desempenho das carteiras e dos fundos, a exposição ao risco destes ativos, além de aprovar as instituições para compra e venda de títulos. Em suma, o Comitê de Investimentos faz o papel do que Churchman (1971:147) fala de “filtro de qualidade”, ou seja, executa a filtragem de dados -irrelevantes, por

meio de juízos de especialistas ponto em que a informação é recebida, e eliminando a informação quando já não tem mais uso. A seguir mostra o funcionamento do Comitê de Investimentos.

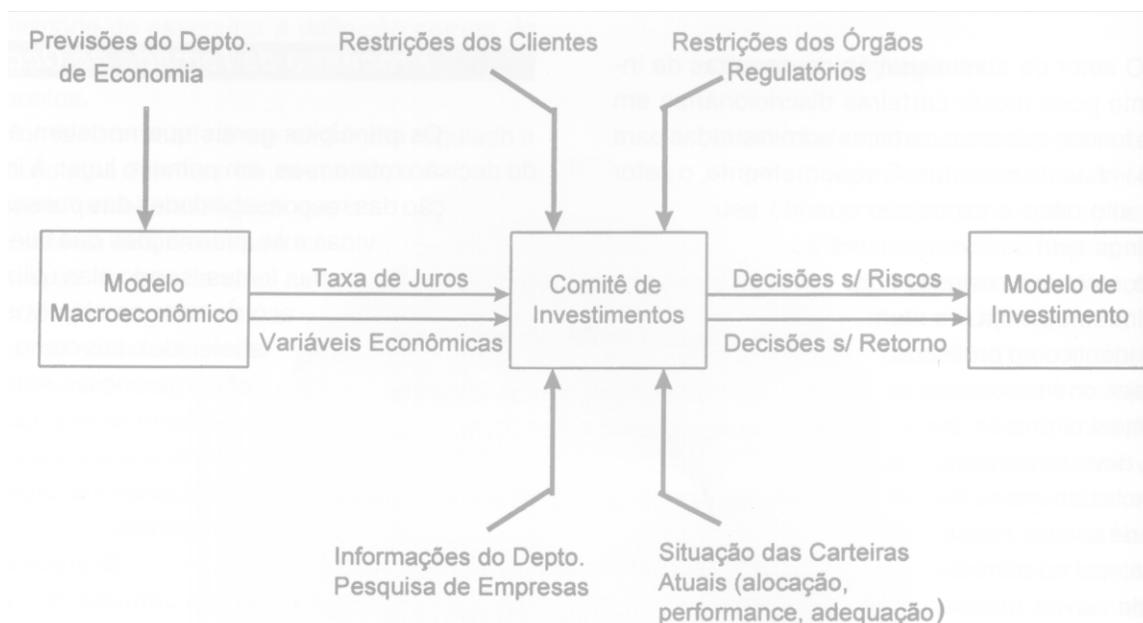


Figura 3. Modelo de Decisões do Comitê de Investimentos

O outro setor que se utiliza de informações é o Comitê de Assuntos Fiduciários, que atua na área específica de aderência aos procedimentos e normas internas e externas. Em outras palavras, monitora o risco da instituição com os órgãos reguladores, fazendo uma espécie de vigilância em todas as atividades pelas quais uma melhor perspectiva de uma organização e seu ambiente é obtida. O Comitê Fiduciário funciona como o medidor de desempenho, verificando se a política e os procedimentos padrões da organização estão sendo seguidos, monitorando seu desempenho comparado com os objetivos do cliente, e aprovando a abertura e o fechamento das contas fiduciárias.

TOMADORES DE DECISÕES

Uma vez estabelecidos os níveis recursos nas carteiras e fundos, e também a aprovação das empresas emissoras de papéis de renda fixa e de ações de empresas nas bolsas de valores, as decisões de *timing* das compras/vendas de papéis ficam a cargo dos sub-comitês de renda fixa e de renda variável, compostos pelos administradores de carteiras e *traders*. O fato de existir sub-comitês não implica, que os administradores são pilotos automáticos de compra/venda de papéis, pois, no mercado financeiro, os negócios dependem do julgamento dos administradores.

A qualidade da tomada de decisão de investimentos está em compatibilizar a técnica com o *feeling*, a experiência com o bom senso. Neste processo, deve-se destacar as figuras dos

Administradores de Carteira e do Diretor de Investimentos. Deste último depende as estratégias de investimento, pelo desempenho em última instância das carteiras e dos fundos, pela qualidade das transações efetuadas no setor, e também pelo estabelecimento de *benchmarks*. Ao Administrador de Carteira cabe alcançar as metas estabelecidas para as carteiras ou fundos sob sua responsabilidade, bem como atentar pela boa execução das ordens de compra e venda de papéis (elemento custo). Embora a medida de rendimento do subsistema administradores de carteiras possa ser facilmente estabelecida, verificando-se o próprio desempenho das carteiras, a medida de rendimento do subsistema Diretor de Investimento é mais difícil, podendo ser a qualidade de supervisão sobre os seus subordinados.

Dentro do modelo de decisão de investimentos, o subsistema mais importante é o Comitê de Investimentos, um subsistema deliberador, ao invés de normativo. Enquanto o referido comitê pode trabalhar como um sistema do tipo entrada-processador-saída, o seu papel é melhor visualizado dentro do Modelo Integrador de Sistemas de Scaico (figura 2).

O funcionamento do Comitê de Investimentos depende em grande parte do Departamento de Economia, que fornece uma visão macro-econômica que possa influir no mercado financeiro. Outro *input* dado para o Comitê são as informações referentes ao desempenho de empresas com ações nas bolsas, seu nível de rentabilidade, comportamento nos pregões, e demais informações estatísticas correlatas. Estes dois tipos de *inputs* refletem na qualidade de escolha de ações a serem adquiridas nas bolsas. O terceiro *input* vem de fornecedores externos de informações, que analisam especificamente os emissores de papéis de renda fixa, seu *rating*, e o grau de risco a instituição face aos índices econômico-financeiros. O resultado das decisões que se seguem a estes *inputs* é comumente referida como a “lista de emissores e a linha por emissor” para papéis de renda fixa e outros títulos de endividamento.

CONTROLE E FEEDBACK NEGATIVO AO SISTEMA

No mercado financeiro, os regulamentos oficiais têm impacto significativo nas políticas da organização, influenciando na maneira como um negócio é conduzido. Em se tratando de administração de investimentos, e dentro do conceito de fiduciário, nos países onde impera o Direito Civil, todo o conceito é transformado em leis e regulamentos específicos.

Toda organização dispõe de um corpo jurídico capaz de orientar os diversos departamentos para que leis e regulamentos possam ser cumpridos à risca. Pode-se até esperar que os departamentos saibam tudo a respeito de informações legais. Contudo, pessoas mudam, regulamentos também mudam, e própria organização também muda. Além disso existem as fronteiras dentro do sistema maior de organização, que vão além da capacidade de um departamento jurídico de definir os seus problemas. Desta forma, toda organização envolvida com administração de investimentos deve prezar um setor independente que olha mais o processo do investimento e menos as saídas.

Na realidade, devem existir dois tipos de controle do processo, cuja função primordial é fazer uma vigilância no sistema. Um deve ser um comitê formado de pessoas de dentro do sistema e de pessoas de fora do sistema, mas que se reuna pelo menos duas vezes ao ano, para examinar a aderência aos preceitos fiduciários. O outro setor deveria ser representado pela figura do que em instituições financeiras norte-americanas se chama de *compliance*. Este último setor deve constantemente fornecer *feedbacks* negativos do sistema, sem medir o desempenho dos subsistemas, mas sim, olhando a atividade contra os critérios estabelecidos. Em resumo, é este o setor que deve estar mais vigilante no *processo*, e menos nas entradas e saídas.

O *compliance* tem como atividade principal fazer uma vigilância para que uma melhor perspectiva em uma organização e em seu ambiente é obtida. Inclui cobertura tanto das situações internas quanto externas (leis e regulamentos), envolvendo todos os aspectos da administração de investimentos, olhando não apenas para dentro de sua base de operações, mas para fora de seu ambiente externo a fim de obter a total aderência às leis e aos regulamentos e, assim minimizar os riscos fiduciários e de imagem da organização.

É comum nas organizações o responsável pela função de *compliance* atuar primordialmente na identificação, descrição e monitoramento das áreas de risco, que podem ser classificadas dentro das seguintes características: a) fraude; b) perda ou destruição de ativos; c) perda de receita ou custo excessivo; d) tomada de decisão incorreta; e) desvantagem competitiva; f) contabilidade inaceitável; g) lançamentos em contas erradas; h) violação da lei ou sanção regulamentar. Portanto, a filosofia básica de criação deste setor está na ênfase nos seguintes fatores durante a avaliação de risco das atividades fiduciárias: a) processos de planejamento da administração; b) políticas, padrões e procedimentos da administração; c) sistemas de monitoramento de exceções para a administração; d) sistemas de monitoramento de desempenho para a administração; e) tipo e qualidade dos sistemas de informação da administração; e g) processos de revisão da administração fiduciária (Namjestnik, 1992:93).

A administração de carteiras de investimentos e fundos mútuos está se tornando uma das atividades mais rentáveis de uma instituição financeira. A globalização dos mercados financeiros, por outro lado tornou a administração de investimentos em sistemas cada vez mais abertos, fazendo com que os capitais fluíssem para o País rapidamente para aproveitar as oportunidades existentes. Depois das crises em mercados emergentes, o capital muda temporariamente de rumo e de qualidade, sendo que quando os países aprendem fazendo a lição de casa, começam a receber investidores institucionais que procuram permanecer por mais longo prazo.

Internamente, a evolução dos fundos mútuos no Brasil, que passaram de 600 milhões de dólares 1990, por ocasião do “Plano Collor”, para 127 bilhões (base: junho/97), mostra que os próprios brasileiros estão mudando seus hábitos de investimento. Somando-se os recursos dos fundos de pensão, está previsto que no ano 2020, o patrimônio da indústria alcance um trilhão de dólares. Está incluída nesta previsão, a retomada do sistema previdenciário, que passaria a ter

maior participação da previdência privada, invertendo as estatísticas atuais que apresentam maior volume de recursos no sistema de previdência pública.

Com a popularidade dos fundos aumentando cada vez mais, há necessidade da população vigiar o administrador, de modo que a pouca transparência do processo atual seja coisa do passado. O desenvolvimento da tecnologia do computador tem facilitado a alocação de ativos para as carteiras e para os fundos quanto o processamento e o próprio processo de controle de riscos, de modo que as instituições financeiras estão prontas, sob o posto de vista tecnológico, para responder às exigências dos órgãos regulatórios só faltando a vontade política de efetivar.

Toda esta evolução, no entanto, deve ser fruto de uma filosofia de administração fiduciária. E inicia a grande dificuldade de muitas instituições financeiras nacionais: entender o conceito de fiduciário, organizar a administração de investimentos como um sistema e deixar transparente o processo de investimento, para que os seus clientes tenham uma clara idéia dos riscos e oportunidades oferecidos. Isto está cada vez mais presente no exterior, como pode ser constatado em diversas publicações.

Conquanto, existem dúvidas se as instituições financeiras vão tentar dar um enfoque sistêmico às suas carteiras de investimento conforme sugerido neste trabalho, ou se tanto a organização quanto os investidores, ao olharem a administração de investimentos como sistema, terão um claro entendimento dos riscos inerentes ao processo de investimento. Do ponto de vista do desenvolvimento do exercício de cidadania, isto não está longe de acontecer, pois têm surgido organizações que estão controlando a qualidade dos serviços em geral prestados à sociedade por instituições financeiras, levando o público a ser mais seletivo na escolha dos bancos que vão tomar conta do seu investimento.

As autoridades regulamentadoras da administração fiduciária de investimentos têm copiado as práticas dos mercados mais desenvolvidos do mundo, na tentativa de forçar a transparência do processo de investimentos das instituições que estão sob sua fiscalização. Mas, raras instituições monitoram o seu processo e, portanto, o risco não está menos nos papéis que compõem as suas carteiras e fundos, porém mais no funcionamento dos componentes do sistema maior (administração de investimentos).

O Departamento de Controle da Moeda (OCC) do *Federal Reserve* (Fed), enfatiza claramente a importância de examinar o processo. Assim, o OCC atenta para o processo de planejamento fiduciário e os critérios usados para desenvolver os planos, enfoca primariamente nos prejuízos potenciais que podem ser incorridos nas áreas fiduciárias e na percepção da administração em julgar sua magnitude e assegurar proteção adequada contra tais perdas e avalia o nível de envolvimento do comitê de auditoria fiduciária no processo de planejamento (Namjestnik, 1992: 209). Semelhante preocupação é devida à completa falta de segurança do investidor de fundos mútuos contra as más práticas fiduciárias. Se uma instituição administradora de fundos mútuos quebra, o investidor pode não ter o dinheiro devolvido, ao contrário da caderneta de

poupança, que no Brasil é garantida pelo governo e que no exterior tem seguro contra risco de quebra da instituição.

No entanto, tentar acreditar que o enfoque sistêmico elimine o risco de inadimplência está “além da imaginação”. É mais fácil acreditar que antes muitas instituições financeiras possam quebrar, do que ter certeza que o enfoque sistêmico seja uma panacéia para todos os males que afligem o mercado financeiro. A administração de investimentos é um processo, com as entradas e saídas comuns a todas as instituições como tal deve ser vista pelo público investidor.

Nas últimas páginas do seu livro, Churchman (1971) afirma que o enfoque sistêmico é uma “boa idéia”. Oxalá a iniciativa de adoção do enfoque sistêmico na administração de investimentos comece pela exigência dos investidores, pelo menos para que todos se convençam que este enfoque é muito mais do que uma simples inspiração para a campanha publicitária “uma famosa caninha”.

RESUMO

O artigo propôs-se a mostrar o funcionamento de sistema de gestão de investimentos, a partir de um enfoque sistêmico, de modo a permitir dimensionar o grau de risco e eficiência do sistema, contrariamente à avaliação do produto final.

Também, apresentou um modelo de sistema visando a sua eficiência. Como resultado, ficaram transparentes as atividades dos seus principais agentes -investidores e instituições financeiras-, um objetivo que as autoridades regulatórias sempre perseguem ao editar as normas.

A globalização dos mercados financeiros apresenta um potencial de riscos difícil de quantificar, tanto pelo investidor quanto pelo próprio mercado receptor de investimentos. O enfoque sistêmico, na administração de investimentos, permite que pelo menos esses riscos fiquem transparentes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CHURCHMAN, C.W. *Introdução à teoria dos sistemas*. Petrópolis: Vozes, 1971.
- FORTUNA, E. *Mercado financeiro, produtos e serviços*. 6. ed., Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1995.
- JOHNSON, R. A.; KAST, F. E.; ROSENZWEIG, E. *The Theory and Management of Systems*. New York: McGraw-Hill 1967.
- KATZ, D. & KAHN, R.L. *Psicologia Social das Organizações*. São Paulo: Atlas, 1974.
- KAY, E. Some organizational problems which arised as the result of large-scale information systems, 13th. Anais: International Meeting of the Institute of Management Sciences, U. S. A., 1966.
- CITIBANK. *Manual Fiduciário Global e de Serviços de Investimentos*. New York, 1991.
- NAMJESTNIK, K. J. *Trust risk management*. Chicago: Probus Publishing Co., 1992.
- OPTNER, 5. A natureza do sistema. In: *System Analysis for Business and Industrial Problem Solving*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1966.
- SCAICO, O. O desenvolvimento da identidade nas organizações evoluídas. In: *Revista de Administração da USP-RAUSP*, v..20(4), outubro/dezembro, 1985.

O Autor agradece a Renata Maria Goes Carneiro pelos gráficos apresentados no artigo, e ao Prof. Dr. Oswaldo Scaico, do Departamento de Administração da FEA-USP, pela revisão do texto.