



CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Nº 65

- **O ALCANCE EXTRATERRITORIAL DAS NORMAS
DE GOVERNO DE PRODUTO**
- **DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO –
OS ASPETOS CRÍTICOS
DE UM REGIME IMPERATIVO-RÍGIDO**
- **A SENSIBILIDADE DO INDIVÍDUO FACE A GANHOS
OU PERDAS NOS MERCADOS FINANCEIROS**



COMISSÃO DO MERCADO
DE VALORES MOBILIÁRIOS



CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Nº 65



COMISSÃO DO MERCADO
DE VALORES MOBILIÁRIOS

Índice

EDITORIAL	4
------------------	----------

ARTIGOS

- | | |
|--|----------|
| • O ALCANCE EXTRATERRITORIAL DAS NORMAS DE GOVERNO DE PRODUTO | 8 |
|--|----------|

VÁLTER GOUVEIA

- | | |
|---|-----------|
| • DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO - OS ASPETOS CRÍTICOS DE UM REGIME IMPERATIVO-RÍGIDO | 42 |
|---|-----------|

DIOGO PESSOA

- | | |
|--|-----------|
| • A SENSIBILIDADE DO INDIVÍDUO FACE A GANHOS OU PERDAS NOS MERCADOS FINANCEIROS | 77 |
|--|-----------|

**DIOGO RIBEIRO, MARA MADALENO,
ANABELA BOTELHO e JÚLIO LOBÃO**



CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Editorial



COMISSÃO DO MERCADO
DE VALORES MOBILIÁRIOS



Editorial

A

Edição 65 dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários reúne três trabalhos, dois de natureza jurídica e um de âmbito económico. Os dois trabalhos de natureza jurídica receberam o Prémio José Luís Sapateiro 2019. O trabalho no domínio económico financeiro é o primeiro estudo publicado no âmbito do Protocolo celebrado entre a CMVM e Universidades portuguesas, para o desenvolvimento de estudos de caracterização do investidor em instrumentos financeiros.

O primeiro artigo analisa a extraterritorialidade das normas da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II), i.e., o alcance de normas de governo de produto a entidades que não estão sujeitas a essas normas. Após destacar a relevância do enquadramento normativo do governo de produto (*in casu*, DMIF II, orientações da ESMA e Código de Valores Mobiliários), tendo em vista o aumento da proteção dos investidores e garantir que os seus melhores interesses sejam considerados ao longo de todo o ciclo de um produto (nomeadamente por produtores e distribuidores), o autor conclui que o regime de governo de produto se aplica a uma cadeia de produção e distribuição sempre que nessa cadeia esteja presente pelo menos uma qualquer entidade sujeita à DMIF II. Os produtores e distribuidores abrangidos pela DMIF II impõem, a entidades de países terceiros envolvidas no ciclo de vida do produto, as obrigações que lhes permitem cumprir as suas próprias obrigações regulatórias. Assim, as normas de governo de produto possuem um alcance extraterritorial, que pode resultar de imposição legal, de imposição contratual de entidades sujeitas à DMIF II, de autoimposição das entidades não sujeitas, ou ainda como resultado indireto das cadeias internacionais de produção e distribuição de produtos financeiros.

O segundo artigo analisa os principais aspetos das ações preferenciais sem direito de voto, procurando identificar os aspetos críticos suscetíveis de influenciar o apetite dos investidores por este tipo de ações. Comparando o regime das ações preferenciais sem direito de voto com o das ações sem valor nominal, o autor conclui que as duas figuras se entrecruzam no que respeita ao limite máximo (em percentagem do capital social) e ao cálculo do valor do

dividendo e do reembolso prioritários. O autor sintetiza o novo modelo de ações preferenciais sem direito de voto (de 2015), nas seguintes linhas de força: i) aplicação apenas a ações preferenciais sem direito de voto que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado; ii) possibilidade de previsão pelo contrato de sociedade que as ações só conferem direito ao dividendo prioritário, não participando do remanescente a atribuir a todas as ações; iii) afastamento do regime de cumulatividade do dividendo prioritário; iv) possibilidade de conversão das ações sem voto em ordinárias, mediante a verificação de condições específicas (deterioração financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário); v) possibilidade de previsão de um número de exercícios diferente de 2, mas não superior a 5, para ocorrer a atribuição do direito de voto.

O último trabalho, de natureza económica, insere-se no âmbito das finanças comportamentais e analisa o comportamento dos indivíduos perante cenários de incerteza. O estudo usou os microdados do “Inquérito online de 2018 ao investidor português”, disponibilizados pela CMVM ao abrigo do Protocolo firmado com Universidades portuguesas em 2019. Partindo de um conjunto de variáveis que captam a sensibilidade do indivíduo face à possibilidade de ganhos ou de perdas nos mercados financeiros, os autores criaram duas variáveis latentes com recurso à análise fatorial e a métodos de equações estruturais: o grau de aversão ao risco e o grau de aversão à perda. Entre as principais conclusões apresentadas salientam-se as seguintes: i) os indivíduos do sexo masculino são menos avessos ao risco e à perda; ii) o aumento da idade está associado a menor disposição para incorrer em riscos e em perdas; iii) a aversão ao risco é sensível à tipologia/precaridade de emprego; iv) o nível de escolaridade influencia o grau de tolerância à perda. Os resultados sugerem igualmente a existência de comportamentos distintos entre investidores e não investidores, com os investidores a apresentar maior tolerância ao risco e às perdas do que os não investidores.

Trata-se, pois, de um conjunto de texto diversificados e com muito interesse. Boas leituras!



Artigos

- **O ALCANCE EXTRATERRITORIAL DAS NORMAS DE GOVERNO DE PRODUTO**

VÁLTER GOUVEIA

- **DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO – OS ASPETOS CRÍTICOS DE UM REGIME IMPERATIVO-RÍGIDO**

DIOGO PESSOA

- **A SENSIBILIDADE DO INDIVÍDUO FACE A GANHOS OU PERDAS NOS MERCADOS FINANCEIROS**

DIOGO RIBEIRO, MARA MADALENO, ANABELA BOTELHO e JÚLIO LOBÃO



O alcance extraterritorial das normas de governo de produto

VÁLTER GOUVEIA

Advogado na Linklaters LLP¹

¹As opiniões expressas neste artigo são as do autor apenas e não vinculam a Linklaters LLP.



1. RESUMO/ABSTRACT

A

interconexão dos mercados financeiros à escala global conduziu a uma extensão das normas de governo de produto previstas na DMIF II a entidades situadas fora do Espaço Económico Europeu. Estas normas têm assim um alcance extraterritorial, seja por imposição legal, por imposição contratual de entidades sujeitas à DMIF II, por autoimposição das entidades não sujeitas, ou como resultado indireto das cadeias internacionais de produção e distribuição de produtos financeiros. A presente análise incide sobre a aplicação, e a medida da aplicação, das normas de governo de produto a entidades que não estão diretamente sujeitas a essas normas, em particular na ótica das entidades sujeitas.

The interconnection of financial markets on a global scale has led to an extension of the product governance rules provided for in MiFID II to entities located outside the European Economic Area. These rules have an extraterritorial scope, either by legal imposition, by contractual imposition of entities subject to MiFID II, by self-imposition of entities not subject to it, or as an indirect result of international chains of production and distribution of financial products. This analysis focuses on the application, and the extent of application, of product governance rules to entities that are not directly subject to such rules, in particular in the perspective of entities subject to MiFID II.

2. EXPOSIÇÃO DA QUESTÃO

A

Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros II (doravante, a “DMIF II”)² trouxe mudanças significativas à forma como as empresas e os mercados europeus operam.

Dado o fenómeno de globalização e a interconexão dos mercados financeiros à escala mundial, não surpreende que o impacto da legislação europeia – em especial a DMIF II – se estenda para além das entidades e do espaço da União Europeia³ para outras regiões, onde as empresas habitualmente prestam ou recebem serviços de entidades sediadas na União Europeia, ou interagem com contrapartes sediadas nesse espaço. Este efeito de extensão (usualmente denominado efeito “*long arm*”) provocado pela legislação europeia levou a que empresas sediadas nessas regiões tenham avaliado, e continuem a avaliar, o impacto da DMIF II nos seus negócios⁴.

As questões que se colocam em torno da extensão das normas de governo de produto a entidades não sujeitas não são de fácil resposta. Por um lado, não é desejável – nem intencional – a aplicação universal de normas europeias em todos os espaços territoriais e a todas as entidades, sem delimitação. Não obstante, a proteção dos investidores europeus e a preparação dos operadores europeus, sempre que qualquer um deles surja numa qualquer complexa cadeia de produção de um produto financeiro, pesa na determinação da amplitude e medida da aplicação de normas europeias de governo de produto a entidades não sujeitas a estas, mormente na ótica das entidades europeias que com elas interagem.

² Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU.

³ Referências à União Europeia equivalem também ao Espaço Económico Europeu. Com a sua base legal no artigo 217.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, o Espaço Económico Europeu visa alargar as disposições do mercado interno da União Europeia aos países da Zona Europeia de Comércio Livre (EFTA).

⁴ O alcance global das normas previstas na DMIF II é evidenciado por diversas opiniões divulgadas publicamente, particularmente pelo desafio que impõe a entidades não sujeitas à DMIF II. Em particular, Noonan, L., Weinland, D. (2017, 6 de junho). Banks in Asia hit by long arm of EU's Mifid 2 rules. Acedido em 29 de junho de 2020, no website da Financial Times, em: <https://www.ft.com/content/843fb5b2-443d-11e7-8519-9f94ee97d996>. Os autores afirmam que “global banks are facing a new challenge in their Asia-Pacific trading businesses from an unexpected direction – EU markets rule that are forcing change in dealing rooms from Singapore to Hong Kong to New Delhi” e que “[...] some global banks have concluded that they have to apply the new rules in Asia”. Quanto às normas de governo de produto, o artigo destaca que “[...] the Mifid 2 rules hit banks in APAC [Asia-Pacific] when they (...) appoint an EU distributor for financial instruments manufactured in Asia”.

É este o tópico que se pretende analisar e apresentar contributos, sempre que possível: o alcance, isto é, a aplicação, e a medida da aplicação, de normas de governo de produto a entidades que não estão sujeitas a essas normas. Em jeito de antecipação, as normas em apreço têm efetivamente um alcance extraterritorial, seja por imposição legal indireta, por imposição contratual de entidades sujeitas à DMIF II, por autoimposição das entidades não sujeitas, ou simplesmente um resultado indireto do complexo encadeamento de elos que compõem as cadeias internacionais de produção e distribuição de produtos financeiros.

Apesar de a literatura financeira identificar o impacto extraterritorial destas regras como um desafio para entidades à escala global, são bastante reduzidos os contributos em termos da aplicação das normas na multiplicidade de cenários possíveis e a flexibilidade com que essas regras podem ser interpretadas.

Dada a especificidade do tema, e a recente implementação da DMIF II no panorama europeu e nacional, é escassa a literatura sobre a temática e inexistente a jurisprudência sobre questões relativas à extraterritorialidade destas normas. Pela sua relevância, serão considerados documentos publicamente disponíveis de operadores do mercado, bem como orientações de reguladores e outras entidades nacionais, europeias e internacionais de forma a consolidar cada posição apresentada.

3. A DMIF II E O SEU ÂMBITO DE APLICAÇÃO

Em 2007, a Diretiva dos Mercados em Instrumentos Financeiros (doravante, a “DMIF I”)⁵ iniciou um processo de harmonização, através do enquadramento do Direito da União Europeia, da regulação dos serviços financeiros entre os vários países do Espaço Económico Europeu⁶.

A DMIF II (juntamente com a legislação associada de restantes níveis, incluindo o Regulamento dos Mercados em Instrumentos Financeiros (doravante, o “RMIF”)^{7,8}, substituiu a DMIF I, regulando questões tais como as normas de governo de produto. Este extenso pacote regulatório foi até apelidado de “tsunami regulatório”⁹, dado o seu impacto significativo na União Europeia e nos operadores de mercado.¹⁰

3.1. Âmbito subjetivo da DMIF II

Ainda que a problemática em torno da aplicação subjetiva da DMIF II, em termos gerais, justificasse um estudo autónomo, será de notar por ora que nem a DMIF I, nem a DMIF II, incluem disposições expressas relativamente às situações em que se considera que um dado serviço é prestado na União Europeia. O escopo territorial da DMIF I e DMIF II mantém-se um ponto sujeito a interpretação e a análise casuística.

Adiante-se que a DMIF II esclarece, no seu artigo 1.º, que esta se aplica a empresas de investimento sediadas, ou que prestem serviços, na União

⁵ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril.

⁶ Veja-se o Considerando 2 da DMIF.

⁷ Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

⁸ A 3 de janeiro de 2018 entrou em vigor o pacote da DMIF II na União Europeia, tendo a DMIF II sido transposta para Portugal através da Lei n.º 35/2018, de 20 de julho, com entrada em vigor a 1 de agosto de 2018.

⁹ Expressão utilizada em CATARINO, L., e PEIXE, M. (2014). A Nova Regulamentação dos Mercados Financeiros – um tsunami regulatório?. Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários.

¹⁰ Por facilidade de exposição, referência será feita somente à DMIF II, ainda que se pretenda incluir toda a legislação associada de restantes níveis e, bem assim, a respetiva transposição para as ordens jurídicas nacionais dos Estados-Membros (em especial, Portugal). Quando relevante, será feita referência específica a um determinado diploma associado à DMIF II ou à sua transposição para a ordem jurídica portuguesa.

Europeia¹¹, incluindo entidades de países terceiros que prestam serviços e atividades de investimento através de uma sucursal na União Europeia¹². Uma empresa de investimento é definida pela DMIF II como *"qualquer pessoa coletiva cuja ocupação ou atividade habitual consista na prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e/ou na execução de uma ou mais atividades de investimento a título profissional"*¹³.

Note-se também que entidades que não estejam sujeitas aos requisitos da DMIF II, mas que possam ser autorizadas a prestar serviços de investimento nos termos dessa Diretiva são também expressamente obrigadas, no tocante a esses serviços, a cumprir as normas de governo de produto previstas na DMIF II¹⁴.

Clarifique-se que, quando se faz referência à extraterritorialidade das normas da DMIF II e, em especial, das normas de governo de produto aí previstas, se pretende fazer referência ao impacto de tais normas em entidades fora do escopo da DMIF II (seja de forma direta, indireta ou por imposição contratual). Não se está a fazer referência à aplicação a entidades de países terceiros, que através de uma sucursal na União Europeia, estão autorizadas a prestar atividades nesse espaço e se encontram diretamente sujeitas ao seu quadro normativo¹⁵.

¹¹ A questão relativa à determinação do escopo territorial quando se trata de entidades europeias não se afigura tão complexa, pelo menos em comparação com entidades de países terceiros. Sem entrar em detalhe relativamente a este ponto, note-se que a DMIF II prevê que uma entidade devidamente autorizada num Estado-Membro possa obter o denominado "passaporte" para prestação de serviços noutro Estado-Membro, ou possa estabelecer-se fisicamente através de uma sucursal. Ainda que uma entidade de um Estado-Membro não possa prestar serviços noutro Estado-Membro sem para tal estar autorizado, o procedimento de obtenção do passaporte é relativamente simples e célere.

¹² A DMIF II e o RMIF criaram o enquadramento legal para países terceiros que pretendam prestar os seus serviços na União Europeia através de uma sucursal. O Considerando 7 da DMIF II, que confirma o escopo territorial da DMIF II, não se refere, contudo, expressamente às sucursais: "em conjunto, estes dois instrumentos jurídicos [a DMIF II e o RMIF] deverão constituir o enquadramento jurídico que rege os requisitos aplicáveis às empresas de investimento [...] e às empresas de países terceiros que prestam serviços ou exercem atividades de investimento na União."

¹³ Artigo 4.º, n.º 1, ponto 1 da DMIF II.

¹⁴ Veja-se o Considerando 16 da Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão de 7 de abril de 2016 no que diz respeito à proteção dos instrumentos financeiros e dos fundos pertencentes a clientes, às obrigações em matéria de governação dos produtos e às regras aplicáveis ao pagamento ou receção de remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários (doravante, a "Diretiva Delegada DMIF II").

¹⁵ Para este efeito, as entidades de países terceiros – na medida em que sejam entidades devidamente autorizadas na União Europeia – serão tratadas como entidades dentro do escopo da DMIF II e, assim, sujeitas às normas de governo de produto tal como uma entidade sediada na União Europeia.

Se o âmbito de aplicação subjetivo da DMIF II não se afigura, por vezes, claro com base no enquadramento normativo vigente, o cenário dificulta-se pelas cada vez mais frequentes e complexas transações transfronteiriças e prestação de serviços entre países, o que dificulta a determinação do seu escopo territorial e acresce o número de desafios que a existência de uma entidade europeia num processo impõe.

Sem considerar os casos de cumprimento voluntário por parte de entidades de países terceiros¹⁶, do mesmo modo que a DMIF I não se destinava a impor um âmbito deliberadamente extraterritorial, a DMIF II apenas se destina a ser aplicada a empresas de investimento e a atividades da União Europeia realizadas na União Europeia.

No entanto, apesar de entidades não localizadas na União Europeia não estarem diretamente no âmbito da DMIF II, estas podem ser indiretamente afetadas em diferentes áreas. Esta é também a opinião da International Capital Markets Association: *“apesar de empresas de investimento fora da EU, que negociam com contrapartes na EU, não estarem diretamente no escopo da MIFID II, podem ser indiretamente impactadas num número de diferentes áreas onde precisarão de estar atentas”*, onde se destacam as regras de governo de produto.¹⁷

3.2. Âmbito objetivo da DMIF II

Da mesma forma que a DMIF II tem um âmbito subjetivo limitado, que a torna aplicável apenas a certas entidades e em certos espaços territoriais, tem igualmente um âmbito objetivo que a delimita em termos de produtos por si regulados¹⁸.

¹⁶ Em particular, Noonan, L., Weinland, D. (2017, 6 de junho), *Banks in Asia hit by long arm of EU's Mifid 2 rules*. Acedido em 29 de junho de 2020, no website da Financial Times, em:



<https://www.ft.com/content/843fb5b2-443d-11e7-8519-9f94ee97d996>, em que se afirma que “[e]ven banks that are not technically captured by those – or other – criteria may choose to comply with the rules, which are seen as giving more protection to investors, bankers say.”, demonstrando a frequência de autoimposição destas normas por entidades não sujeitas à DMIF II.

¹⁷ Tradução livre do autor. Veja-se o documento de International Capital Markets Association (2017). Market Update to Asia Securities Forum. Acedido em 29 de junho de 2020, em:



http://www.asiasecuritiesforum.org/pdf/2017/02_Report_ICMA.pdf.

¹⁸ Engrácia Antunes realça que este diploma “(...) entre outros aspetos, ampliou e densificou o conceito de instrumentos financeiro.” ANTUNES, E. (2017). Os Instrumentos Financeiros. 3.ª edição Almedina, p. 34.



Assim, quanto ao âmbito de aplicação dos produtos abrangidos pelas normas de governo de produto, o artigo 16.º, n.º 3, e o artigo 24.º, n.º 2, da DMIF II estabelecem que as normas de governo de produto são aplicáveis às empresas de investimento que fabricam ou oferecem e/ou recomendam “instrumentos financeiros”, de acordo com a definição prevista na secção C do Anexo I da DMIF II.

Note-se que a DMIF II se refere apenas à produção ou oferta e/ou recomendação de "instrumentos financeiros" como sendo sujeitos a esses requisitos. No entanto, a European Securities and Markets Authority (a “ESMA”)¹⁹ recomendou a extensão também a “serviços” para garantir que as empresas de investimento “avaliem se determinados produtos são adequados para distribuição através de determinados canais (por exemplo, alguns distribuidores podem considerar que alguns produtos devem ser distribuídos através de serviços de consultoria)”.^{20,21} ●

¹⁹ A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (European Securities and Markets Authority ou ESMA) foi criada a 1 de janeiro de 2011 ao abrigo do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, tendo substituído o Comité Europeu dos Reguladores de Valores Mobiliários (CESR).

²⁰ Veja-se ESMA (2014). Final Report – ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, p. 53, parágrafo 10.

²¹ Esta abordagem foi igualmente adotada pela Comissão Europeia na Diretiva Delegada DMIF II, no Considerando 15 e no artigo 10.º. Segundo a Comissão Europeia, os requisitos são aplicáveis a “empresas de investimento que oferecem ou vendem instrumentos financeiros e prestam serviços”. Os distribuidores serão, portanto, obrigados a garantir que não apenas os “instrumentos financeiros” que distribuem cumprem as obrigações de governo de produto, mas também os “serviços” por meio dos quais fornecem esses produtos.



4. AS NORMAS DE GOVERNO DE PRODUTO

4.1. Breve enquadramento normativo

A

s normas de governo produto estão previstas, num primeiro plano, no Considerando 71, no artigo 16.º, n.º 3, e no artigo 24.º, n.º 2, da DMIF II, que estabelecem os requisitos primários de governo de produto, sendo complementadas pelos artigos 9.º e 10.º da Diretiva Delegada DMIF II, que complementam assim os requisitos da DMIF II. Estes diplomas são ainda detalhados pelas orientações da ESMA²² sobre os requisitos de governo de produtos previstos na DMIF II.

Além disso, o direito nacional português contém ainda normas de governo de produto nos artigos 309.º-I e seguintes do Código dos Valores Mobiliários.²³

Como se detalhará abaixo, as normas de governo de produto fazem parte de um conjunto de regras reforçadas em matéria de proteção dos investidores introduzidas pela DMIF II²⁴ e têm por base um conjunto de documentos que dão o mote aos deveres organizacionais e às regras de conduta agora consagradas.²⁵

4.2. Relevância das normas de governo de produto

A DMIF II introduziu as normas de governo de produto essencialmente para aumentar o nível de proteção dos investidores e garantir que os seus melhores interesses sejam considerados por produtores e distribuidores.²⁶

²² Veja-se ESMA (2014). *Final Report – ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* e ESMA (2018). *Guidelines on MiFID II product governance requirements*.

²³ O Código dos Valores Mobiliários foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, tendo sido sucessivamente alterado.

²⁴ MATIAS, T. (2017). O Novo Direito dos Valores Mobiliários. Em: *I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina, p. 265. “(...) As alterações têm o intuito de contribuir para a eficiência, resiliência e transparência dos mercados financeiros.”

²⁵ Entre outros, Comité das Autoridades Europeias de Supervisão (2013). *Manufacturers’ Product Oversight and Governance Processes*; ESMA (2014). *Structured products – good practices for product governance arrangements*; Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão em matéria de gestão de conflito de interesses, em especial nos casos de self placement, que se referem à necessidade de manter e operar mecanismos organizacionais e administrativos tendentes a evitar conflitos de interesses; e *International Organization of Securities Commissions* (2013).

²⁶ Niamh Monoley, na sua obra sobre proteção dos investidores, anterior à DMIF II, mencionava que a combinação dos fatores da incompletude das informações, a débil monitorização e confiança excessiva por parte das entidades, expõe os investidores a uma série de riscos. MOLONEY, N. (2010) *How to protect investors*. Em: *Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, p. 194.

Embora a importância de prosseguir os melhores interesses dos investidores não seja necessariamente nova, considerou-se que o aumento eficiente dessa proteção exigia uma consideração de todo o ciclo de um produto. As novas normas de governo de produto cobrem assim toda a cadeia de etapas interrelacionadas desde a criação do instrumento financeiro, a sua venda e qualquer serviço pós-venda, aplicando-se a cadeia de entidades envolvidas nesse processo.²⁷

A relevância destas regras afere-se também pela sua ampla aplicação. As obrigações de governo de produto aplicam-se a todos os instrumentos financeiros produzidos por entidades DMIF II, independentemente de onde são distribuídos.²⁸

4.3. O produtor no âmbito do governo do produto

Em traços muito gerais, uma entidade sujeita, em abstrato, à DMIF II é considerada um “produtor” para estes efeitos, quando esteja envolvida na “criação, desenvolvimento, emissão e/ou a conceção de instrumentos financeiros”, nos termos da Diretiva Delegada DMIF II, artigo 9.º, n.º 1.

Os produtores estão, conforme estabelecido na Diretiva Delegada DMIF II, sujeitos a um conjunto de obrigações antes, durante e após a produção do instrumento em questão tendo sempre em vista a proteção do investidor em cada fase do processo. As diversas obrigações dos produtores não são objeto de análise detalhada neste estudo ainda que, por ora, se note que a obrigação de definição do mercado-alvo²⁹ de um determinado produto é paradigmática na esfera do produtor e da sua relação com os distribuidores.

Tendo em conta a complexidade presente na conceção de um produto financeiro, tanto no seu processo de criação como no número e diversidade de entidades envolvidas³⁰, não surpreende que a legislação europeia tenha previsto requisitos

²⁷ No plano nacional, esta ideia já estava presente no “Relatório sobre Riscos de Conduta associados a mis-selling de produtos de aforro e investimento” preparado pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, nomeadamente na importância do “reforço de uma conduta de governação e monitorização de produtos, focada no interesse do cliente e apoiada no conhecimento do seu perfil(...)”.

²⁸ Veja-se ESMA (2018). *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, parágrafo 5 da secção 3.3.

²⁹ Conforme previsto no n.º 3, artigo 16.º e n.º 2, artigo 24.º, da DMIF II.

³⁰ A importância do produtor na complexa cadeia de produção de um instrumento financeiro, e a sua responsabilidade nesse âmbito, foi sempre evidenciada pela IOSCO. Antes da publicação da DMIF II, a IOSCO já afirmava o seguinte: “IOSCO members could, if appropriate in their relevant legal framework, consider placing a responsibility on, or encouraging, product issuers to (a) identify and assess the type, class or features of investors that they intend to focus on for a structured product, and (b) take steps, to the degree legally possible, to highlight for distributors and others that the product is aimed at these types of investors, as appropriate.”. *International Organization of Securities Commissions (2013). Regulation of Retail Structured Products, Final Report*, p. 16.

específicos para regular a relação entre entidades que colaboram entre si no fabrico de produtos financeiros. Quando um produto é produzido por várias entidades, as responsabilidades dos produtores devem ser partilhadas por essas entidades, que são consideradas pela DMIF II como coprodutores. Para o efeito, devem celebrar um acordo, por escrito, identificando os direitos e obrigações de cada parte, nos termos do artigo 9.º, n.º 8 da Diretiva Delegada DMIF II.

4.4. O distribuidor no âmbito do governo de produto

Em traços muito gerais, uma entidade é considerada um “distribuidor” se “oferecer”, “comercializar”, “recomendar” produtos financeiros, nos termos do artigo 16.º, n.º 3 e 24.º, n.º 2 da DMIF II. Assim, tal cobrirá todas as entidades que “[decidam] *quanto à gama de instrumentos financeiros emitidos por si próprias ou por outras entidades e aos serviços que pretendem propor ou recomendar aos clientes (...)*”, de acordo com o artigo 10.º, n.º 19 da Diretiva Delegada DMIF II.

Quando uma entidade do Espaço Económico Europeu sujeita à DMIF II interage com clientes e lhes oferece ou recomenda instrumentos e/ou serviços financeiros, ser-lhe-ão aplicáveis as obrigações do distribuidor previstas na DMIF II. Este será o caso mesmo quando uma entidade do Espaço Económico Europeu sujeita à DMIF II interage com um cliente fora da União Europeia porquanto as obrigações do distribuidor DMIF II se aplicam independentemente da localização do cliente.

À semelhança do produtor, os distribuidores têm também obrigações relativas à sua função, mas que não são objeto de análise detalhada neste estudo. Note-se apenas a obrigação de cingir a distribuição de um determinado produto no mercado-alvo definido pelo produtor³¹ enquanto obrigação paradigmática do distribuidor.

4.5. Regras aplicáveis à relação entre o produtor e o distribuidor

De modo a garantir um governo eficaz do produto e que o investidor seja providenciado com a maior preparação possível quanto ao produto que chega até si³²,

³¹ Conforme previsto no n.º 3, artigo 16.º e n.º 2, artigo 24.º, da DMIF II.

³² “A proteção a conferir aos investidores não pode, naturalmente, eliminar os riscos próprios de cada mercado nem garantir o resultado económico do investimento. Mas pode e deve permitir aos investidores identificarem esses riscos e valorizá-los na sua concreta configuração.” RODRIGUES, S. (2001). A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários. Almedina, p. 34.

mostra-se necessário que os produtores e os distribuidores troquem informações sobre os produtos e não se limitem a cumprir, individualmente, as regras que lhes são aplicáveis enquanto produtores ou distribuidores.³³ Estas trocas de informação entre produtores e distribuidores não são formais, contribuindo na verdade para um eficaz governo do produto.

Sem prejuízo das regras aplicáveis aos produtores e aos distribuidores nessa qualidade, bem como à obrigação de interação entre ambos, note-se que as responsabilidades do produtor e do distribuidor devem ser entendidas como partilhadas³⁴, e o seu cumprimento, por cada um, beneficia, em igual medida, o cumprimento pelo outro³⁵.

Como se verá, esta distribuição de responsabilidades torna-se tanto mais complexa quanto mais entidades existam fora do escopo da DMIF II, i.e., não sujeitas ao cumprimento das regras relativas ao governo de produto. ●

³³ Esta ideia havia já sido preconizada pela IOSCO: "If appropriate in their relevant legal framework, IOSCO members could consider whether to require or encourage issuers to take some level of responsibility for how products are distributed to retail investors. This would not require issuers to double-check the suitability of individual sales but would involve issuers evaluating whether the general distribution strategy developed by the issuer is appropriate for the target market.". International Organization of Securities Commissions (2013). *Regulation of Retail Structured Products, Final Report*, p. 28.

³⁴ Veja-se o artigo 16.º, n.º 3 da DMIF II e o artigo 9.º da Diretiva Delegada DMIF II.

³⁵ Esta conclusão deriva dos princípios aplicáveis à consagração do regime do governo de produto: "[A]s part of the overarching principle to act in accordance with the best interests of their clients throughout the entire life cycle of the financial instruments and services they provide, MiFID II introduced new product governance requirements (...)". GORTSOS, C. (2018). *Stricto Sensu Investor Protection under MiFID II: A Systematic Overview of Articles 24-30*, Cambridge Scholars Publishing.

5. ALCANCE EXTRATERRITORIAL DAS NORMAS DE GOVERNO DE PRODUTO

Como se foi antecipando ao longo dos últimos tópicos, embora o regime de governo de produto previsto na DMIF II não se aplique expressamente a produtores e distribuidores que não sejam empresas de investimento no escopo da DMIF II, na prática, as entidades incluídas nesse âmbito impõem, a entidades de países terceiros envolvidas nos processos de criação ou distribuição de produtos, certas obrigações que lhes permitam cumprir as suas próprias obrigações regulatórias.

Assim, ainda que não estejam diretamente sujeitas às normas respeitantes ao governo de produto previstas na DMIF II, o exercício das atividades de entidades de países terceiros é necessariamente afetado. No mesmo sentido, veja-se a opinião de Simon Crown ao afirmar que *“entidades fora da UE podem ser impactadas pela DMIF II, quer diretamente, por as obrigações relevantes da DMIF II terem uma aplicação extraterritorial, ou indiretamente, por estarem a contratar com entidades na UE que estão sujeitas à DMIF II, apesar de elas próprias não estarem, e isto afeta a forma como os negócios são feitos”*.³⁶

Uma conclusão preliminar a que se chega é a de que o regime de governo de produto se vai aplicar, direta ou indiretamente, a uma determinada cadeia de produção e distribuição sempre haja uma qualquer entidade sujeita à DMIF II nessa cadeia. Isto ainda que todas as outras partes sejam entidades localizadas fora da União Europeia, e os investidores finais estejam também todos fora da União Europeia.

A ESMA já providenciou orientações relativamente às obrigações que se deveriam aplicar a entidades sujeitas à DMIF II nas circunstâncias que se referiu acima³⁷. Em jeito de introdução, tornou-se evidente que tais orientações conduzem a uma aplicação extraterritorial das medidas europeias de governo de produto. Como exemplo corrente, pense-se nos contratos que as entidades sujeitas à DMIF II celebram com entidades não sujeitas à DMIF II, os quais incluem obrigações contratuais que conduzem ao cumprimento de regras legais – da DMIF II – por entidades não sujeitas à DMIF II.

Tudo o que se disse é sem prejuízo da frequência de autoimposição destas normas por entidades não sujeitas à DMIF II, manifestando-se assim uma extensão

³⁶ Tradução livre do autor. CROWN, S., et al. (2017). *MIFID2 – the impact on non-EU firms*. Emerald Publishing Limited.

³⁷ O assunto é abordado em detalhe no ponto 6.1 abaixo.

voluntária destas normas, como evidencia Laura Noonan e Doon Weinland: “até bancos que não estão tecnicamente sujeitos a esses – ou outros – critérios podem escolher cumprir as normas, que são vistas como oferecendo mais proteção aos investidores”.³⁸

5.1. Relação entre produtor não sujeito à DMIF II com distribuidor sujeito à DMIF II

Como se mencionou, entidades produtoras que não estão sujeitas à DMIF II têm necessariamente um impacto, ainda que indireto, nos seus negócios com entidades distribuidoras sujeitas à DMIF II. Esta é também a conclusão de várias entidades representativas de operadores de mercado não europeus, entre elas, a Asia Securities Industry & Financial Markets Association que afirma que “(...) produtores de países terceiros que interagem com distribuidores DMIF podem ser impactados indiretamente através de obrigações contratuais impostas por distribuidores DMIF”³⁹.

A par de imposições contratuais pela sua contraparte, atente-se na obrigação de os distribuidores, quando existam produtores não incluídos no escopo da DMIF II na cadeia, definirem, em seu lugar, o mercado-alvo e tomarem todas as medidas razoáveis para garantir que as informações relativas ao produto recebidas do produtor sejam confiáveis e adequadas (previsto no artigo 10.º da Diretiva Delegada DMIF II). Os produtores, ainda que não sujeitos à DMIF II, terão de fornecer as informações necessárias para que os distribuidores possam cumprir as suas obrigações regulatórias, denotando-se assim uma extensão dos participantes abrangidos pelos ditames da DMIF II.

Os distribuidores sujeitos à DMIF II têm assim de ter em vigor mecanismos eficazes para assegurarem que obtêm informações suficientes sobre o produto das entidades que o produziram, ainda que estas não estejam sujeitas aos mesmos deveres.⁴⁰

³⁸ Tradução livre do autor. Noonan, L., Weinland, D. (2017, 6 de junho), *Banks in Asia hit by long arm of EU's Mifid 2 rules*. Acedido em 29 de junho de 2020, no website da Financial Times, em:



<https://www.ft.com/content/843fb5b2-443d-11e7-8519-9f94ee97d996>.

³⁹ Tradução livre do autor. Asia Securities Industry & Financial Markets Association (2017, setembro). *MIFID II: Extraterritorial Impacts on Asia*. Acedido em 29 de junho de 2020, no website:



<http://docplayer.net/55695087-Mifid-ii-extraterritorial-impacts-grid-for-both-eu-non-eu-entities.html>.

⁴⁰ Veja-se o artigo 10.º, n.º 1 da Diretiva Delegada DMIF II.



Simon Crown, denotando esta factualidade, afirma que “(...) apesar de uma entidade fora da UE não estar sujeita aos requisitos da DMIF II, entidades da UE que interajam com aquelas entidades, por exemplo colocadores, são provavelmente entidades da UE, e provavelmente vão requerer certas informações de entidades fora da UE de forma a cumprir com as suas obrigações da DMIF II”, dando como exemplos a necessidade de obtenção de informação sobre o mercado-alvo nomeadamente através de disposições contratuais em contratos de distribuição ou outros acordos.⁴¹

Na prática, isto significa que, no que diz respeito a instrumentos financeiros simples e padronizados para os quais existe uma gama relativamente ampla de informações, o distribuidor consegue facilmente obter informações sobre o instrumento financeiro diretamente do produtor e outras informações públicas, cumprindo mais facilmente as obrigações a que está sujeito. Por outro lado, no caso de produtos com uma complexa estratégia de investimento, obter informações poderá revelar-se um desafio, envolvendo uma participação mais ativa de uma entidade não sujeita à DMIF II no cumprimento regras impostas pela DMIF II.

A título de exemplo, no caso paradigmático dos produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros, o distribuidor pode ter disponível o documento de informação fundamental relevante, ao abrigo do respetivo Regulamento (doravante, “Regulamento dos PRIIPs”)⁴², que contém uma descrição do tipo de investidor a quem o produto se destina a ser comercializado, em particular em termos do horizonte de investimento e da capacidade de suportar perdas de investimento.⁴³

Ainda assim, este facto não previne nem dispensa o distribuidor de cumprir o dever de basear a identificação do mercado-alvo noutra informação disponível publicamente sobre o instrumento financeiro, ou de celebrar um acordo de prestação de informação com o produtor.

⁴¹ Tradução livre do autor. CROWN, S., et al. (2017). *MIFID2 – the impact on non-EU firms*. Emerald Publishing Limited.

⁴² Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de novembro de 2014.

⁴³ O Regulamento de execução do Regulamento dos PRIIPs (Regulamento Delegado (UE) n.º 2017/653 da Comissão, de 8 de março de 2017) estabelece claramente as descrições que têm de ser aí incluídas.

5.2. Relação entre produtor sujeito à DMIF II com distribuidor não sujeito à DMIF II

A circunstância de distribuidores não sujeitos às regras da DMIF II oferecerem ou recomendarem produtos a investidores não pertencentes à União Europeia, mas produzidos por entidades sujeitas à DMIF II, não prejudica a obrigação de estes produtores terem, ainda assim, de continuar a cumprir determinadas obrigações quanto ao seu produto.

Para cumprir as suas obrigações de governo de produto, os produtores precisarão de fornecer informações sobre o produto, o seu mercado-alvo e os canais apropriados para a sua distribuição a entidades distribuidoras (de molde a permitir-lhes oferecer ou recomendar o produto em conformidade), ainda que estas não estejam sujeitas a essas regras.

Tal como se disse para os distribuidores, os produtores sujeitos à DMIF II têm de cumprir as obrigações legais previstas na DMIF II em matéria de governo de produto, que lhes são diretamente aplicáveis, independentemente do local onde o produto será distribuído.⁴⁴

Entre as suas obrigações, surge, no artigo 24.º, n.º 2, da DMIF II a obrigação de assegurar que “a estratégia de distribuição dos instrumentos financeiros é compatível com o mercado-alvo identificado”, bem com tomar “medidas razoáveis para garantir que o instrumento financeiro seja distribuído para o mercado-alvo identificado”.⁴⁵

Tal significa que, para cumprir as suas obrigações de revisão contínua e acompanhamento do produto aquando da sua distribuição, estes produtores terão de pedir informações a distribuidores fora do Espaço Económico Europeu e, de certo modo, depender desses distribuidores para cumprir as suas próprias obrigações regulatórias, incluindo as de adaptar as características do seu produto tendo em conta a informação que recolhem da distribuição.⁴⁶

⁴⁴ Tal como se adiantou para os distribuidores, esta é a conclusão de variadas entidades representativas de operadores de mercado não europeus. No caso de produtores, “The distributor obligations are only directly imposed on MIFID firms, but 3rd country distributors facing MIFID manufacturers may be impacted indirectly through contractual obligations passed down by MIFID manufacturers.” Asia Securities Industry & Financial Markets Association (2017, setembro). *MiFID II: Extraterritorial Impacts on Asia*.

Acedido em 29 de junho de 2020, no website:



<http://docplayer.net/55695087-Mifid-ii-extraterritorial-impacts-grid-for-both-eu-non-eu-entities.html>.

⁴⁵ O artigo 10.º, n.º 2, da Diretiva Delegada DMIF II contém uma formulação muito semelhante.

⁴⁶ Vejam-se os artigos 9.º n.º 1, 9.º, n.º 13 e 9.º, n.º 14 da Diretiva Delegada DMIF II.



5.3. Outras relações com impacto extraterritorial

Como se antecipa, muitas vezes não há simplesmente um produtor e um distribuidor numa cadeia de produção e distribuição de um produto, com a particularidade de um deles se localizar fora da União Europeia. Na maioria dos casos, uma cadeia de produção inclui várias entidades, em várias fases, todas com localizações dispersas, e por vezes outras se juntam à cadeia.

Quando um produto é produzido por várias entidades, estas são consideradas pela DMIF II como coprodutores, como se disse. Vislumbra-se, desde já, um indício de extraterritorialidade na obrigação de se celebrar um acordo com um coprodutor, mesmo que este não esteja localizado na União Europeia. Ainda que a obrigação recaia diretamente sobre o produtor sujeito à DMIF II, atente-se no impacto indireto que recai sobre o produtor não sujeito à DMIF II, o que acarreta o cumprimento transversal de obrigações, independentemente da localização da entidade.⁴⁷

Mesmo quando um produto é exclusiva ou conjuntamente produzido por entidades não sujeitas à DMIF II, fora do Espaço Económico Europeu, tal produto pode vir a ser comercializado no Espaço Económico Europeu. Assim, antecipa-se que qualquer distribuidor sujeito às obrigações de governo de produto tenha de exigir informações das entidades produtoras que não estão sujeitas, para cumprimento das suas próprias obrigações.

Do mesmo modo, quando o produto for concebido por entidades sujeitas à DMIF II, é também provável que este seja distribuído fora do Espaço Económico Europeu, pelo que os distribuidores situados fora desse espaço serão indiretamente afetados pelo regime de governo de produto tendo em conta a necessidade de cumprimento de obrigações de acompanhamento e revisão por parte dos produtores.

Outra situação consistirá na produção de um produto por entidades não sujeitas à DMIF II e que é distribuído fora do Espaço Económico Europeu no mercado primário, mas subsequentemente oferecido no Espaço Económico Europeu no mercado secundário. As normas de governo de produto aplicar-se-ão quando o produto for oferecido no Espaço Económico Europeu em mercado secundário, presumivelmente por distribuidores sujeitos à DMIF II, pelo que os produtores serão indiretamente afetados pelo regime de governo de produto

⁴⁷ Vejam-se os artigos 9.º, n.º 1 e 9.º, n.º 8 da Diretiva Delegada DMIF II.

tendo em conta a necessidade de cumprimento dessas obrigações por parte dos distribuidores.⁴⁸

Na medida em que as normas de governo de produto têm de satisfazer tanto o produtor como o distribuidor do produto, o passo aparentemente mais evidente para estes intervenientes assegurarem que trocam a informação necessária com entidades que não estão sujeitas às mesmas regras passará pela contratualização do conteúdo das normas de governo de produto, aplicando-se assim – por força de lei – a entidades sujeitas à DMIF II e – por força do contrato – a entidades não sujeitas à DMIF II. Esta é a opinião de Gary Stone ao afirmar que *“os departamentos de “compliance” de muitas entidades da UE estão a contemplar exigir alterações na forma como as suas contrapartes não-UE contratam com aquelas, de forma a cumprirem as normas da DMIF II”*.⁴⁹

Em sentido diferente, a European Banking Federation⁵⁰ afirma que não parece ser um requisito razoável que as empresas de investimento, que distribuem produtos produzidos por entidades não sujeitas à DMIF II, tenham de celebrar um acordo escrito com o produtor.⁵¹ ●

⁴⁸ Veja-se o artigo 10.º n.º 1 da Diretiva Delegada DMIF II.

⁴⁹ Tradução livre do autor. Stone, G. (2016, 13 de janeiro). *The Long Arm of MiFID II: extraterritorial impacts*. Acedido em 29 de junho de 2020 no website:

→ <http://www.ftseglobalmarkets.com/blog/the-guest-blog/the-long-arm-of-mifid-ii-extraterritorial-impacts.html>.

⁵⁰ EBF (2015, 9 de abril). *EBF comments on ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID 2 and MiFIR*. Acedido em 29 de junho de 2020 no website:

→ https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/01/EBF_013152L-EBF-Final-response-to-ESMA-TA-on-MiFID-2-R-CLEAN.pdf.

⁵¹ Um requisito deste teor encorajaria os distribuidores a trabalharem apenas com alguns produtores, restringindo assim o número de instrumentos financeiros disponíveis para os investidores. O resultado – indesejável – seria o de que os investidores não seriam capazes de adquirir os instrumentos financeiros mais adequados às suas necessidades, em última linha.



6. POSSÍVEIS CONTRIBUTOS PARA O ALCANCE EXTRATERRITORIAL DAS NORMAS DE GOVERNO DE PRODUTO

6.1. Abordagem da ESMA à questão

Com o objetivo de conferir maior clareza às obrigações em matéria de governo de produto, a ESMA publicou “orientações relativas aos requisitos da DMIF II em matéria de governação” em 5 de fevereiro de 2018⁵², conforme se antecipou no ponto 5 acima. Um dos temas que é precisamente objeto de clarificação, tendo em conta a dinâmica que se explicitou, prende-se com a distribuição de produtos produzidos por entidades não abrangidas pelos requisitos da DMIF II em matéria de governo de produto.

É de notar, desde já, o destaque que a ESMA atribui a este respeito ao princípio da proporcionalidade. Assim, as obrigações descritas acima aplicar-se-ão “*de modo proporcionado, consoante o grau de facilidade de obtenção da informação disponível publicamente e a complexidade do produto*”.⁵³

Ademais, na opinião da ESMA de 27 de março de 2014 quanto a “Structured Retail Products – good practices for product governance arrangements”⁵⁴, esclarece-se que quando uma entidade distribui produtos estruturados para retalho por uma entidade que não está sujeita à DMIF II, é “*boa prática que essa entidade tome todas as medidas razoáveis para verificar que o produtor assegure um nível de proteção aos interesses dos investidores similar ao das boas práticas*” incluídas no documento em causa.

A consequência caso o distribuidor não esteja em posição de obter informações suficientes sobre produtos produzidos por entidades não abrangidas pelos requisitos da DMIF II em matéria de governo de produto, segundo a ESMA, não apresenta alternativas: “*a empresa não pode cumprir as suas obrigações no âmbito da mesma diretiva e, consequentemente, deve evitar incluí-los na sua gama de produtos*”.

⁵² ESMA (2018). *Orientações relativas aos requisitos da Diretiva DMIF II em matéria de governação*.

⁵³ Veja-se o artigo 10.º, n.º 2, parágrafo 3 da Diretiva Delegada DMIF II.

⁵⁴ ESMA (2015). “*Structured products – good practices for product governance arrangements*”. Acedido em 29 de junho de 2020 no website:



https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-332_esma_opinion_u_structured_retail_products_-_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf.



6.2. Necessidade de determinação da medida do cumprimento das normas de governo de produto: o contributo do princípio da proporcionalidade

Como se antecipou, as normas europeias de governo de produto têm necessariamente um alcance extraterritorial, não só pela sua natureza, como pelo teor das disposições da DMIF II nesta matéria. Ainda que seja certo que as entidades sujeitas à DMIF II estão obrigadas, por força de lei, a cumprir certas diligências em relação a produtores, coprodutores e distribuidores fora da União Europeia, não é clara a medida suficiente desse cumprimento e a extensão necessária para que se considere que uma entidade sujeita à DMIF II cumpre as obrigações a que está adstrita em relação às demais entidades.

Num primeiro momento, surge a questão de saber se uma entidade sujeita à DMIF II deverá, no âmbito das obrigações a que está sujeita, impor a entidades não sujeitas (que participem consigo numa determinada cadeia de produção e distribuição), o cumprimento do exato teor, conteúdo e extensão das normas de governo de produto da DMIF II, tal como se fossem, elas próprias, entidades sujeitas à DMIF II, sempre que a legislação europeia requeira uma interação entre estas duas entidades. Na inversa, questiona-se se será suficiente que uma entidade sujeita à DMIF II confie no cumprimento das regras locais por parte de produtores e distribuidores fora da União Europeia, sempre que a legislação europeia exija essa interação. Por outras palavras, se as entidades sujeitas à DMIF II se devem satisfazer com a expectativa, e o compromisso, por parte das entidades não sujeitas à DMIF II que participam consigo numa determinada cadeia de produção e distribuição, que estas cumprem as regras que lhes são aplicáveis na sua jurisdição.

Antecipando que não haja uma resposta evidente, é necessário tomar em atenção as diversas variantes que coexistem nestas questões. Por um lado, surge a necessidade de proteger o investidor europeu, conferindo-lhe as proteções e garantias mais extensas em toda a linha de produção e distribuição de um produto. Esta necessidade implica a extensão, a todas as entidades envolvidas, do conteúdo das normas de governo de produto, concebidas e aprovadas com o fito último de proteger o investidor. Por outro lado, surge a necessidade de não impor a entidades, à partida não sujeitas a regras europeias, o conteúdo de certas normas que acrescem às suas próprias obrigações regulatórias. Como se referiu, o quadro legal europeu não visa, nem pode aplicar-se universalmente, nem poderá ser exigível que uma entidade europeia seja obrigada a estender a aplicação desse quadro a todas as entidades que encontra numa dada cadeia.

Tendo em conta as diversas variantes presentes, propõe-se tentar encontrar

uma solução de compromisso entre as várias soluções, através da aplicação de um princípio assumidamente reconhecido como aplicável no âmbito do enquadramento do governo de produto: o princípio da proporcionalidade.

6.3. O princípio da proporcionalidade no contexto do governo de produto

Como ponto de partida, o Considerando 18 da Diretiva Delegada DMIF II esclarece que as regras em matéria de governação dos produtos devem ser aplicadas de modo proporcionado. Entre as linhas deste Considerando, retiram-se conclusões que podem fornecer pistas para a construção de uma solução de compromisso no respeitante à aplicação de normas de governo de produto a entidades que a elas não estão sujeitas.

Os artigos 9.º, n.º 1, e 10.º, n.º 1, da Diretiva Delegada DMIF II exigem que as entidades cumpram as obrigações de produção e de distribuição “*de forma adequada e proporcional, tendo em conta a natureza do instrumento financeiro, o serviço de investimento e o mercado-alvo do produto.*”

No mesmo sentido, vejam-se os resultados da consulta da ESMA relativa ao projeto de orientações sobre os requisitos de governo de produto da DMIF II⁵⁵, que tendem para uma clara articulação no sentido de se adotar uma abordagem proporcional à aplicação das regras propostas

6.3.1. Relevância do princípio da proporcionalidade em contexto extraterritorial

Ainda que as normas de governo de produto previstas na DMIF II contenham menções expressas ao princípio da proporcionalidade, note-se que em lado algum se explicita que a proporcionalidade é aplicável a um qualquer contexto transfronteiriço. Não obstante, é inegável que a proporcionalidade é uma parte inerente, e legalmente consagrada, do regime de governo do produto da DMIF II, independentemente do seu contexto. Assim, quando as normas de governo de produto se aplicam em qualquer cenário, o conceito de proporcionalidade

⁵⁵ “Estas orientações devem ser aplicadas de maneira proporcional, tendo em conta a natureza, a escala e a complexidade dos negócios da empresa e a natureza e variedade de serviços financeiros e atividades realizadas”. ESMA (2017). *Final Report – Guidelines on MiFID II product governance requirements.*

terá sempre de ser aplicado, por imposição legal, como confirma, a título ilustrativo, a Financial Conduct Authority.⁵⁶

Como já se explicitou, o ponto de partida quanto à aplicação da DMIF II é o de que as suas disposições, incluindo as normas de governo de produto, não se aplicam a entidades fora do Espaço Económico Europeu na medida em que não prestem serviços de investimento ou realizem atividades de investimento na União Europeia. Nesta base, portanto, as normas de governo de produto não se aplicam diretamente a entidades fora do Espaço Económico Europeu⁵⁷, enquanto que as entidades localizadas no Espaço Económico Europeu estão totalmente abrangidas pelo seu âmbito de aplicação. É neste último caso que releva a análise da aplicação direta do princípio da proporcionalidade, em especial no seu diálogo com as demais entidades.

Através da aplicação do princípio da proporcionalidade, poderá ponderar-se se o cumprimento de regras locais por entidades não sujeitas à DMIF II (na medida em que essas regras tratem questões semelhantes às que são abordadas na DMIF II) constituirá uma aplicação proporcionada das normas de governo de produto da DMIF II por parte de entidades sujeitas, sempre que estas normas requeiram uma qualquer intervenção de entidades não sujeitas (ou uma interação entre entidades sujeitas e não sujeitas). Assim, cumprir-se-ia o teor das normas de governo de produto, quando entidades não sujeitas à DMIF II estejam em conformidade com as regras vigentes na sua jurisdição.

Recorrendo à obrigação descrita em 5.1 acima de os distribuidores terem em vigor mecanismos para disporem de informações suficientes relativas a um produto no caso de este ser produzido por um produtor não sujeito à DMIF II, cumprir-se-ia o princípio da proporcionalidade se os distribuidores se bastassem com a certificação de que os produtos foram produzidos de acordo com a legislação local que lhes é aplicável.

⁵⁶ FCA (2017). Markets in Financial Instruments – Directive II Implementation – Policy Statement II. A FCA propugna a aplicação do princípio da proporcionalidade por entidades de países terceiros como forma de atingir uma abordagem consistente na aplicação das regras de governo de produto: “We expect the product governance provisions in MiFID II to lead to improved customer outcomes. Non-MiFID firms that manufacture and distribute MiFID products should apply the provisions proportionately. This will help to deliver a consistent approach to the application of product governance provisions.”

⁵⁷ Como se disse, assumindo que essas entidades não prestam serviços de investimento ou exerçam atividades de investimento na União Europeia que requeira a sua autorização nesse espaço, através do estabelecimento de uma sucursal.

Também quanto à obrigação descrita em 5.2 acima de os produtores acompanharem a estratégia de distribuição dos seus produtos, e dependerem de distribuidores não sujeitos à DMIF II para confirmar que o seu produto é distribuído para o mercado-alvo identificado, cumprir-se-ia o princípio da proporcionalidade se os produtores se bastassem com a certificação de que os produtos foram distribuídos de acordo com a legislação local que lhes é aplicável.

Note-se que o que se afirmou não será o mesmo que dizer que as soluções das regras locais devem ser equivalentes às regras da União Europeia; podem até não ser. No entanto, nos casos em que a legislação local aborda tópicos semelhantes aos abordados na DMIF II, é possível que o cumprimento da legislação local por entidades não sujeitas à DMIF II corresponda efetivamente ao cumprimento das normas de governo de produto de uma forma adequada e proporcional por entidades sujeitas à DMIF II.

Cumprir esclarecer que, em lado algum no pacote legislativo DMIF II, é explicitamente mencionado que o cumprimento de regras locais, *i.e.*, o cumprimento de normas de governo de produto (ou equivalentes) de países terceiros por entidades aí sediadas, poderia constituir uma aplicação proporcional das regras do governo de produto europeias sempre que estas requeiram uma qualquer interação com essas entidades. No entanto, poderá ser razoável concluir que seria proporcional a confiança no cumprimento das regras locais, mesmo que possam não ser exatamente equivalentes quando comparadas com a DMIF II, nomeadamente através de declarações e garantias e outros mecanismos contratuais a incluir na documentação contratual que regula a relação entre ambas.

Isso significará que é defensável que uma entidade do Espaço Económico Europeu sujeita à DMIF II se baste com a certificação de que os produtos são produzidos ou distribuídos de acordo com a legislação local que lhes é aplicável. Uma entidade do Espaço Económico Europeu sujeita à DMIF II poderia assim procurar conforto no cumprimento das regras legais locais, respeitando-se assim o princípio da proporcionalidade na aplicação das normas a que está adstrita.

Nesta linha argumentativa, não seria assim proporcional exigir que uma entidade do Espaço Económico Europeu sujeita à DMIF II tenha de completar e, bem assim, exigir uma revisão, de linha a linha, das normas locais para verificação de conformidade total com as normas de governo de produto sempre que haja um diálogo contratual com uma entidade não sujeita. Para o efeito, bastaria que a entidade do Espaço Económico Europeu sujeita à DMIF II se certificasse junto da entidade fora do Espaço Económico Europeu não sujeita à DMIF II de que existe um processo adequado em vigor a nível local.

Esta interpretação das normas de governo de produto, sempre que haja uma entidade não sujeita à DMIF II, parece ser a preconizada pela generalidade dos participantes do mercado que divulgaram as suas respostas ao pedido que lhes foi dirigido pela ESMA em termos das orientações de governo de produto.⁵⁸ A título de exemplo, veja-se a interpretação da British Bankers' Association que afirma que *“nos casos em que entidades [sujeitas] não possam obrigar as suas contrapartes [não sujeitas] a fornecer informação, essas entidades devem continuar a trabalhar no pressuposto de que, independentemente do nível de informação obtido de um produtor não-DMIF, se o distribuidor definir o mercado-alvo, a estratégia de distribuição e o processo de aprovação de produto, as suas obrigações foram cumpridas e não há mais passos que essas entidades devam tomar”*.⁵⁹

Em sentido semelhante, veja-se a interpretação da European Banking Federation ao afirmar que, nos casos em que há um produtor não sujeito à DMIF II, *“é necessário permitir uma aplicação mais flexível das normas de governo de produto pelos distribuidores, face à um sistema “padrão” em que os produtos são emitidos por um produtor DMIF”*.^{60,61}

A Association Française de la Gestion Financière apresenta igualmente uma ideia similar ao afirmar que *“(…) entidades não sujeitas à DMIF, que não têm de operar em conformidade com as obrigações de governo de produto previstas na DMIF*

⁵⁸ Em especial, a pergunta 5 do “Consultation Paper – Draft guidelines on MiFID product governance requirements” de 5 de outubro de 2016 com referência ESMA/2016/1436 questiona o seguinte: *“Do you believe further guidance is needed on how distributors should apply product governance requirements for products manufactured by entities falling outside the scope of MiFID II?”*.

⁵⁹ Tradução livre do autor. BBA (2017). BBA draft response to ESMA draft guidelines on MiFID II product governance requirements. Acedido em 29 de junho de 2020 no website:

→ <https://www.bba.org.uk/policy/capital-markets-infrastructure/mifid-and-mifir/bba-response-to-esma-draft-guidelines-on-mifid-ii-product-governance-requirements/>.

⁶⁰ Tradução livre do autor. EBF (2016). EBF response to the ESMA consultation paper on Draft Guidelines on MiFID 2 product governance requirements. Acedido em 29 de junho de 2020, no website:

→ <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/01/EBF-response-to-ESMA-CP-on-product-governance-requirements.pdf>.

⁶¹ Em sentido semelhante, Association of British Insurers (2017). ABI remarks on the ESMA Consultation Paper on the Draft Guidelines on MiFID II product governance requirements”. Acedido em 29 de junho de 2020, no website:

→ <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/draft-guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>.

“In this case it becomes necessary to admit that the application of product governance rules by distributors must be less rigid and precise compared to the “standard” regime (products issued by MiFID entities)”.

II, não são obrigadas a celebrar acordos com os seus distribuidores que lhes possam impor obrigações de governo de produto”.^{62,63}

6.3.2. Riscos de não se impor as normas de governo de produto da DMIF II a entidades não sujeitas e confiar no cumprimento de regras locais

Ainda que a aplicação do princípio da proporcionalidade neste contexto possa resultar numa solução de compromisso e na desnecessidade de imposição universal do exato teor das normas de governo de produto da DMIF II, esta solução não é isenta de defeitos e surgem argumentos que apontam as suas fragilidades.

Em primeiro lugar, aplicando-se diretamente estas normas da DMIF II a entidades sujeitas, serão estas a ter de cumprir rigorosamente os seus ditames, o que implicará um grau de diligência elevado de inquirição junto de entidades sujeitas e não sujeitas para demonstrar o cumprimento a que estão adstritas, não se bastando com a certificação de que as normais locais foram cumpridas. Isto será válido tanto para um produtor que necessita acompanhar e rever o percurso do seu produto, como para um distribuidor que precisa de formular juízos sobre certas características do produto que pretende distribuir. Em qualquer caso, tal pode pressupor, por inerência, um maior envolvimento de entidades não sujeitas no processo de cumprimento da DMIF II, para além das suas normas locais aplicáveis.

Ademais, quando haja o risco, conhecido ou cognoscível, de o produto ser distribuído a investidores do Espaço Económico Europeu, seria dificilmente justificável que não se tenha de impor a um produtor o cumprimento de normas de governo de produto europeias, ainda que em antecipação.

Neste caso, a abordagem mais alinhada com o ideal de proteção do investidor – investidor europeu, em particular – seria impor contratualmente o exato teor

⁶² Tradução livre do autor. AFG (2016). *AFG' answer to the Consultation Paper 2016/1463 on MiFID II product governance requirements issued by ESMA on 5th October 2016*. Acedido em 29 de junho de 2020, no website:



<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/draft-guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>.

⁶³ Em sentido semelhante, Alternative Investment Management Association (2017). *AIMA/MFA response to ESMA's Consultation Paper, "Draft guidelines on MiFID II product governance requirements"*. Acedido em 29 de junho de 2020, no website:



<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/draft-guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>.

"(...)we encourage ESMA to avoid creating an overly burdensome regime for distributors in these circumstances and restrict the impacts on non-MiFID manufacturers".



das normas da DMIF II às entidades fora do Espaço Económico Europeu por parte das entidades do Espaço Económico Europeu, para garantir que eventuais lacunas entre as normas de governo de produto europeias e os requisitos da legislação local sejam “compensadas” pelas obrigações contratuais.

Esta parece ser a opinião da ESMA, não dando margem para que as entidades europeias se bastem com o cumprimento, pelas entidades não sujeitas à DMIF II, das suas normas locais. Nas “orientações relativas aos requisitos da DMIF II em matéria de governação” publicadas pela ESMA, a que se fez referência no ponto 6.1 acima, a ESMA esclarece que as entidades sujeitas à DMIF II “*devem atuar com o dever de diligência necessário para fornecer a segurança e um nível de serviços adequados aos seus clientes, comparativamente a uma situação em que o produto tivesse sido concebido de acordo com esses requisitos*”, o que denota uma preferência pela aplicação exata das normas de governo de produto previstas na DMIF II a entidades que não estão a elas sujeitas (a mesma lógica está presente no documento “Structured Retail Products – good practices for product governance arrangements”).

Acresce ainda que se afigura difícil determinar se uma entidade pode confiar no cumprimento, por entidades não sujeitas à DMIF II, de regras locais, independentemente da sua jurisdição. Como se detalhará no próximo tópico, não é concebível que uma entidade possa fazer um juízo de equivalência semelhante ao conceito de equivalência existente na legislação europeia para esse efeito.

6.3.3. Possível utilização do conceito de equivalência

O conceito de equivalência previsto na DMIF II refere-se ao reconhecimento pela União Europeia de que o regime jurídico, regulamentar e/ou de supervisão de um país terceiro é equivalente ao quadro da União Europeia, merecendo assim um tratamento equivalente por essa circunstância.⁶⁴

É importante notar que a questão de saber se o regime de um país terceiro é equivalente ao regime da União Europeia é uma decisão da Comissão Europeia e das instituições relevantes de países terceiros⁶⁵. Não existe um regime de equivalência

⁶⁴ Por exemplo, quanto à obrigação de negociação de ações no n.º 1, artigo 23.º, do RMIF ou aos requisitos de autorização de outras entidades na União Europeia no artigo 46.º e seguintes do RMIF.

⁶⁵ Para mais informações, consulte-se as decisões de equivalência adotadas pela Comissão Europeia:



https://ec.europa.eu/info/files/overview-table-equivalence-decisions_en.



na legislação da União Europeia que permita a uma entidade determinar unilateralmente se um regime de um país terceiro é equivalente, e confiar na sua conformidade com esse regime para satisfazer quaisquer obrigações que possa ter em termos de legislação europeia. Não há igualmente um conceito de equivalência em relação às normas de governo de produto. O conceito de proporcionalidade no contexto das normas de governo de produto diz apenas respeito à forma como essas regras são aplicadas.

Assim, não será aceitável um argumento de confiança na conformidade com a legislação local em virtude de uma possível “equivalência” da lei local com a legislação da União Europeia. Afigura-se difícil determinar se uma entidade pode confiar no cumprimento, por entidades não sujeitas à DMIF II, de regras locais apenas de certas jurisdições.

6.4. Proposta da International Capital Markets Association sobre delimitação específica para mercado de wholesale

Outro possível contributo para a matéria do impacto extraterritorial das normas de governo de produto da DMIF II prende-se com uma proposta avançada quanto a um regime específico, de cariz internacional, para um segmento de mercado que exclui os investidores de retalho (comummente conhecido por “*wholesale*”, expressão que se adotará).

Ainda que a sua pertinência não se destine exclusivamente ao tema em apreço, a lógica relativa a um regime específico para um segmento de investidores preparados e informados traz contributos importantes. Dada a extensão das obrigações de governo de produto explicitadas acima, as entidades sujeitas à DMIF II enfrentam desafios práticos e logísticos significativos no cumprimento de tais obrigações.

Para aliviar alguns desses desafios, a International Capital Markets Association (doravante nesta secção, a “ICMA”) desenvolveu um documento⁶⁶ com

⁶⁶ ICMA (2017, 21 de dezembro). The MiFID II product governance (PG) and Packaged retail investment and insurance products Regulation (PRIIPs) regimes – January 2018: An approach for the Eurobond markets. Acedido em 29 de junho de 2020, no website:



<https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/primary-market-topics/mifid-ii-r-in-primary-markets/>



procedimentos sugeridos para ofertas de produtos exclusivamente a “investidores profissionais”, com a expectativa de que estes possam ser considerados um proporcional cumprimento do regime de governo de produto.

Estas medidas podem ser consideradas pelos participantes do mercado a fim de desenvolver um regime de “*ringfence*” exclusivo para profissionais.

6.4.1. Um regime específico para o mercado de *wholesale* como contributo para a extraterritorialidade

Como se verá, um regime específico para o mercado de *wholesale*, nos termos propostos pela ICMA, pode revelar-se útil na extensão da imposição do conteúdo de normas europeias a entidades não europeias, principalmente a definição de mercado-alvo. Em bom rigor, aplicando-se e seguindo-se esta proposta, não relevará determinar em que medida determinadas normas europeias se aplicam a entidades não europeias através das entidades europeias, pelos traços que este regime sugere.

A base para um regime de proporcionalidade em matéria de governo de produto poderá ser a delimitação de um regime para *wholesale* apenas. Um regime desse teor implicaria previamente que produtores e distribuidores aplicassem, ainda assim, cinco categorias⁶⁷ previstas nas orientações divulgadas pela ESMA para efeitos de definição de mercado-alvo.^{68,69}

⁶⁷ As cinco categorias previstas no documento “Guidelines on MiFID II product governance requirements” da ESMA são o tipo de clientes a quem o produto se destina; conhecimentos e experiência; situação financeira, com foco na capacidade para suportar perdas; tolerância ao risco e compatibilidade do perfil de risco/remuneração do produto com o mercado-alvo; e objetivos e necessidades dos clientes.

⁶⁸ No documento “Final Report – Guidelines on MiFID II product governance requirements”, a ESMA confirma que: “[...] concorda, como indicou nas suas orientações, que para produtos concebidos para o mercado de *wholesale* (clientes profissionais e contrapartes elegíveis como clientes finais) a avaliação global do mercado-alvo será provavelmente menos alargada e detalhada. Por outro lado, a ESMA acredita que não é apropriado incluir uma isenção geral para o uso das cinco categorias na definição de mercado-alvo para produtos *wholesale*.” (parágrafo 20).

⁶⁹ Na medida em que o primeiro passo é a definição da categoria em que se enquadram os investidores, Paulo Câmara esclarece que categorizar um investidor é um dever, bem como especificar se se trata de um investidor não profissional, profissional ou de uma contraparte elegível. CÂMARA, P. (2009). Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros. Em *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*. Coimbra Editora, p. 20.

Um exemplo de um regime proporcional, nessa medida, teria por base o facto de certos investidores poderem tomar suas próprias decisões de investimento e avaliar e gerir adequadamente os riscos e retornos em que incorrem⁷⁰, estando sempre incluídos no mercado-alvo definido nessa medida. O produtor em questão terá assim cumprido o regime de governo de produto se garantir que medidas sejam postas em prática na emissão⁷¹, quando haja a expectativa razoável de resultar em vendas apenas feitas a esses investidores no Espaço Económico Europeu.

Quanto às “medidas” referidas nesta orientação, sem preocupação de detalhe, incluem-se restrições de vendas, legendas em prospetos, exercícios de *due diligence* sobre investidores e exclusão de investidores que possam vender subsequentemente ao retalho, cartas de representação com investidores, denominações elevadas, admissão a mercados que admitem apenas investidores profissionais, ausência de prospeto para retalho e documento com informações fundamentais para o investidor e menções em ecrãs de negociação indicando que a natureza da emissão se limita a um segmento *wholesale*.

Uma breve nota para mencionar que, para efeitos de delimitação dos “investidores profissionais”, tornar-se-ia problemático incluir investidores que escolheram ser profissionais porquanto tal significaria que se permitiria vendas para o retalho, ainda que tenham escolhido um estatuto de profissional. Esta escolha poderá trazer desafios acrescidos, por exemplo porque a eleição pode ocorrer quanto a alguns, mas não todos, os subscritores de um produto e apenas numa dada emissão.

Ainda que se preveja que seja do interesse dos participantes do mercado a adoção de um regime de governo de produto proporcional para “investidores profissionais” e a aplicação de medidas que poderiam razoavelmente resultar em

⁷⁰ Note-se que o Anexo II da DMIF II apresenta um introito nos seguintes termos: “O cliente profissional é um cliente que dispõe da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorre.” Afirma-se ainda que entidades se “consideram profissionais em relação a todos os serviços e atividades de investimento e instrumentos financeiros, para os efeitos da presente diretiva”, o que inclui necessariamente o governo de produto. Assim, o regime proporcional que se propõe é inteiramente consistente com a DMIF II, parecendo até estar nela implícito.

⁷¹ A intenção parece ser assegurar que o cumprimento ocorra ab initio, como forma de assegurar um cumprimento corrente.

vendas apenas feitas a investidores profissionais (durante a vida do produto), surgem, no entanto, alguns problemas a considerar, como a exclusão de investidores não profissionais do acesso a certos produtos. Estes produtos, quando respeitadas as normas de governo de produto e no pressuposto de que seriam adequados para o segmento de investidores não profissionais, são assim excluídos da gama de produtos disponíveis para estes investidores, limitando as suas escolhas e a disponibilidade.⁷² ●

⁷² Com uma opinião no mesmo sentido, veja-se Smith, D. (2017, 19 de maio). Acedido em 29 de junho de 2020 em Financial Times, no website:

→ <https://www.ft.com/content/da5a2c42-3bc9-11e7-821a-6027b8a20f23>

"The [product governance] rules are written for retail structure market, where they work well, but they are conceptually difficult for vanilla bond syndication. The most likely effect is that syndicates will firewall most deals from retail investors – which is easier said than done."

7. NOTAS FINAIS

U

ma das maiores valências das novas normas de governo de produto é a capacidade de alocação de responsabilidades, de forma a que nenhuma fase do ciclo de um determinado produto financeiro seja descuidada. Não há possibilidade, ao abrigo das novas normas de governo de produto, de uma entidade se eximir do cumprimento das normas que lhe são aplicáveis. Veja-se: é o produtor que define o mercado-alvo do produto, mas tal não significa que o distribuidor não o tenha de redefinir. Do seu lado, enquanto que a distribuição está nas suas mãos, o produtor deve tomar todos os passos necessários para assegurar que o seu produto é canalizado para o mercado-alvo que identificou.

Esta distribuição de responsabilidades torna-se ainda mais desafiante quando na complexa cadeia de produção de um produto surgem entidades que não estão sujeitas às mesmas regras, nomeadamente de governo de produto. Os propósitos da DMIF II podem proporcionar um verdadeiro alcance universal das suas regras, levando a que entidades, à partida não sujeitas aos seus ditames, passem a incluir essas disposições nos seus procedimentos regulatórios.

O alcance extraterritorial destas normas de governo de produto não deixa de ser visto como positivo, já que a mera potencialidade de um produto chegar às mãos de um investidor europeu deveria ser suficiente para que as entidades envolvidas acomodassem os apertados requisitos de governo de produto desde o início.

Por outro lado, as diversas variantes que coexistem na determinação do alcance extraterritorial destas normas tornam qualquer cenário, como os expostos, complexo. Entre a necessidade de proteger o investidor europeu através de uma extensão, direta ou indireta, a todas as entidades envolvidas, do conteúdo das normas de governo de produto e a necessidade de respeitar a iniciativa e liberdade económica, bem como as opções geográficas dos intervenientes de mercado, de entidades à partida não sujeitas a regras europeias, surge a tentativa de encontrar a medida ideal de imposição do conteúdo dessas regras.

Através de contributos vários de entidades de relevo internacional no panorama do mercado de capitais, é possível encontrar algumas pistas que justificam uma não imposição absoluta das normas de governo de produto. Estas pistas apontam para um compromisso entre o cumprimento das regras relevantes das jurisdições das várias entidades, o paralelismo do enquadramento normativo entre essas jurisdições e a União Europeia, e a existência de procedimentos contratuais em vigor que transmitam confiança a qualquer entidade europeia.

Esta interpretação proporcional das normas de governo de produto, em contexto extraterritorial, não está isenta de questões e problemas, desde já a impossibilidade de determinação unilateral de jurisdições de equivalência e a potencialidade de os produtos chegarem até investidores europeus. Estes riscos poderão atenuar-se no caso de adoção de um regime específico direcionado ao segmento de investidores profissionais apenas, porquanto a adequação de um processo detalhadamente definido à partida poderá se consubstanciar numa verdadeira aplicação proporcional das normas de governo de produto em toda uma cadeia com traços extraterritoriais.

Ainda que não haja uma única resposta ideal para as questões que se foram apresentando, revelou-se imprescindível apresentar alguns contributos para os vários intervenientes do mercado. Como se viu ao longo das páginas anteriores, são muitos os participantes que entendem com apreensão esta extensão do braço das normas de governo de produto da DMIF II aos seus negócios.

No entanto, é importante nunca descurar o fito último dessas regras que justificou até o seu próprio alcance extraterritorial: a proteção do investidor e do mercado.



Das ações preferenciais sem direito de voto / os aspetos críticos de um regime imperativo- -rígido

DIOGO PESSOA



I. INTRODUÇÃO

Na sequência da atribuição, *ex aequo*, do prémio José Luís Sapateiro 2019, foi-nos dada a oportunidade de elaborar um artigo baseado no trabalho que entregámos.

Tendo sido o trabalho entregue uma reprodução, com pontuais alterações, da nossa tese de mestrado apresentada, em 2018¹, à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa², a dimensão deste superava as 140 páginas. O trabalho que presidiu à elaboração deste artigo foi, portanto, de síntese, na expectativa de reunir os problemas e questões que nos pareceram mais desafiantes

Fazemos votos de que este artigo possa, de alguma maneira, captar a atenção da doutrina e do legislador para o tema, bem como para as importantes alterações legislativas que urge, neste âmbito, promover³. ●

¹ Facto que explicará a possível não inclusão, neste texto, de elementos bibliográficos que possam ter surgido após a data da submissão da nossa dissertação de mestrado.

² Tal tese, tendo sido orientada pelo Senhor Professor Paulo Olavo Cunha, foi defendida perante um júri composto pelos Senhor Professores Paulo de Tarso Domingues – a quem desde já se agradece a arguição –, Evaristo Mendes e Paulo Olavo Cunha, a quem se agradece as sugestões formuladas.

³ Agradece-se ao Senhor Professor Rui Pinto Duarte a leitura simpática que fez deste nosso texto, bem como as pertinentes sugestões que nos formulou.

II. CONTEXTUALIZAÇÃO – AS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO (“APSDDD”)

A

s APsDdV são, desde logo, uma categoria especial de ações⁴ que, em traços largos, se caracteriza por conferir, em simultâneo, mais e menos direitos quando comparada com as ações ordinárias. Com efeito, apresentam-se desprovidas de direito de voto, mas, ao mesmo tempo, conferem direito a uma prioridade no recebimento do dividendo e no reembolso, em caso de liquidação.⁵

Ora, sendo uma categoria especial de ações, importa clarificar que a sua admissibilidade já decorreria, sem mais, de uma análise conjugada dos artigos 24.º, n.º 4; 272.º, alínea c) e 302.º, todos do Código das Sociedades Comerciais⁶. O que já seria mais difícil de sustentar, porém, na ausência de consagração legal expressa, seria a admissibilidade da criação de ações sem voto. Assim, diga-se, é justamente esta questão que faz com que seja diverso o regime de emissão de ações preferenciais sem voto, nomeadamente no que respeita à existência de limites máximos de emissão. Com efeito, o único caso previsto na lei societária onde se contempla a possibilidade de privação de direito de voto como algo inerente à própria participação social⁷ é justamente o das ações preferenciais sem direito de voto. ●

⁴ Veja-se, nesta sede, a classificação doutrinal feita em ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, 5ª Ed., Vol. II, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 215 ss.

⁵ Acompanhamos a apreciação sobre a função económica destas ações feita em ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, op. cit., p. 216 «estas acções, reguladas nos arts. 341º-344º do CSC (não estavam previstas no Projecto), são instrumento talhado para a sociedade aumentar os capitais próprios, para alguns sócios (desinteressados ou impossibilitados de participar activamente na vida da sociedade) investirem poupanças, e para outros sócios (com direito de voto, nomeadamente os do grupo de controlo) manterem no essencial o poder societário». Semelhante análise é também feita em MARQUES, ELDA, *Comentário ao artigo 341º*, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, p. 612.

⁶ Diploma a que pertencem todos os artigos doravante mencionados, salvo indicação expressa em contrário.

⁷ Quando utilizamos a expressão «inerente à própria participação social», queremos excluir outras situações de impedimento ou inibição do direito de voto, nomeadamente as previstas nos artigos 384.º, n.º 6 do Código das Sociedades Comerciais ou 192.º do Código dos Valores Mobiliários.

III. AS APSDDV E AS AÇÕES SEM VALOR NOMINAL

O

primeiro problema que entendemos merecedor de tratamento é, com efeito, o da articulação entre o regime das APsDdV e o das ações sem valor nominal. Com efeito, estas duas figuras⁸ entrecruzam-se em 3 pontos: (i) nos termos do artigo 341.º, n.º 1, o limite máximo de APsDdV é um tal que represente, no máximo, 50% do capital social; (ii) nos termos do artigo 341.º, n.º 2, o dividendo prioritário, na falta de valor nominal, é calculado com base no «valor de emissão, deduzido de eventual prémio de emissão»⁹; (iii) o reembolso prioritário em caso de liquidação é feito, nestas ações, pelo seu «valor de emissão».

Ora, a introdução das ações sem valor nominal impróprias¹⁰ no ordenamento jurídico português ocorreu através do Decreto-Lei 49/2010, de 19 de Maio. Para implementar a realidade das ações sem valor nominal são três os conceitos de que se socorreu o legislador, a saber: valor percentual da ação no capital; valor de emissão e valor contabilístico¹¹.

A nossa lei utiliza, de facto, 3 conceitos operativos distintos. Em nossa opinião, porém, 2 deles, sendo semelhantes entre si, são bastante diferentes do terceiro, se não vejamos.

Tendo em mente a racionalidade subjacente à criação das ações sem valor nominal, não temos dúvidas de que a percentagem representada no capital social coincidirá com aquilo que a lei designa por valor contabilístico, que não se assemelha ao valor de emissão¹².

⁸ Que podem, naturalmente, coexistir na mesma ação – ações preferenciais sem direito de voto desprovidas de valor nominal.

⁹ Chama-se a atenção para a inconsistência técnico-jurídica aqui presente. Com efeito, a lei assume que, nas ações sem valor nominal, é possível deduzir ao valor de emissão um prémio de emissão. Como se detalhará *infra*, isto é uma impossibilidade jurídica porque, segundo a própria definição legal, o prémio de emissão, a existir, é sempre um *plus* face ao valor de emissão. Repare-se que o artigo 289.º, n.º 1 refere que «É proibida a emissão de ações abaixo do par ou, no caso de ações sem valor nominal, abaixo do seu valor de emissão». Faria sentido que o prémio de emissão (que, por definição, é um *plus* em relação ao montante levado a capital social) fizesse parte do montante mínimo que os sócios terão que desembolsar pela emissão de cada ação? Qual a diferença, em tal caso, entre montante mínimo e máximo?

¹⁰ Designação atribuída por oposição às verdadeiras ações sem valor nominal, em que, além da inexistência de valor nominal nas ações, inexistente também um capital social. Assim, DOMINGUES, PAULO TARSO, *Traços Essenciais do Novo Regime das Ações Sem Valor Nominal*, in *Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal*, AA. VV., Org. Paulo de Tarso Domingues / Maria Miguel Carvalho, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 107 e 108.

¹¹ Assim, CÂMARA, PAULO / ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, *Ações sem valor nominal*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 107.

¹² Na verdade, diríamos até que toda a racionalidade subjacente à criação destas ações é a de permitir que estes dois valores não coincidam.

O valor de emissão, fixo para uma mesma emissão, corresponde, diríamos por palavras nossas, ao montante do aumento do capital social em cada emissão de ações, dividido pelo número de ações correspondentemente emitidas, montante esse que, nos termos da lei, terá de ser, no mínimo, de um cêntimo por ação emitida.

Já o valor contabilístico, referido no artigo 92º, não poderá deixar de se assemelhar ao outro conceito de valor percentual da ação no capital social, forçosamente igual para todas as ações.¹³ A diferença será, porém, que enquanto o valor percentual se afere em percentagem, o valor contabilístico será um valor absoluto resultante de uma divisão. De facto, e tendo sempre em mente a racionalidade subjacente ao instituto, o que o artigo 92º nos diz é que havendo aumento do capital social por incorporação de reservas, a tal aumento «corresponde o aumento da participação de cada sócio, proporcionalmente ao seu valor nominal ou ao respectivo valor contabilístico, salvo se, estando convencionado um critério diverso de atribuição de lucros, o contrato o mandar aplicar à incorporação de reservas ou para esta estipular algum critério especial». Deste preceito decorre, portanto, que a lei societária estabelece, salvo estipulação em contrário, uma equiparação entre o critério de repartição dos lucros e o do aumento das participações dos sócios. Assim sendo, e como nos termos do artigo 22.º o critério para a participação nos lucros e nas perdas é a proporção dos valores das respetivas participações no capital, sendo que, nos termos do artigo 276.º, n.º 4, «Todas as acções devem representar a mesma fracção no capital social», a participação dos sócios nos lucros será, na falta de cláusula estatutária em contrário, idêntica à percentagem de ações que detenham. O valor contabilístico de cada ação será, assim, aquele que nos é dado pela divisão do capital social pelo número total de ações.

Isto dito, relevante, no âmbito de que agora nos ocupamos, e desde logo, é reconhecer que o artigo 341.º, n.º 2 manda atender, para efeitos de cálculo do dividendo prioritário, e na falta de valor nominal, ao valor de emissão. É ainda o mesmo valor de emissão, aliás, que determina a medida do direito ao reembolso prioritário dos acionistas sem voto, no caso de ações sem valor nominal. Poderíamos ser, então, tentados a relevar, também para efeitos do montante máximo de emissão, o valor de emissão. Não cremos, porém, que assim seja.

Primeiro passo, nesta nossa análise, será, e retomando o regime legal das ações sem valor nominal, determinar como se processa o reembolso, em caso de

¹³ Vide, a este propósito, DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Comentário ao artigo 92º*, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Vol. II, 2ª Ed., Almedina, Coimbra, 2015, pp. 103 e 104.

liquidação, das participações sociais numa sociedade com ações sem valor nominal¹⁴. A norma pertinente será, nesta sede, o artigo 156.º, n.º 2, que nos diz que «O activo restante é destinado em primeiro lugar ao reembolso do montante das entradas efetivamente realizadas; esse montante é a fracção de capital correspondente a cada sócio, sem prejuízo do que dispuser o contrato para o caso de os bens com que o sócio realizou a entrada terem valor superior àquela fracção nominal». O que em primeiro resulta da mera leitura da norma é, com efeito, que a mesma não foi escrita a pensar em sociedades com ações sem valor nominal.¹⁵ Com efeito, resulta tal do facto de a primeira parte da norma parecer apontar para o valor de entrada (que está mais próximo do valor de emissão, que constitui limite mínimo do primeiro), enquanto a segunda aponta para o valor contabilístico¹⁶. A solução à primeira vista seria óbvia: reembolsa-se (resulta do próprio verbo) o que cada sócio colocou na sociedade, e, na partilha do restante, utilizar-se-á o critério de repartição dos lucros.

Não cremos que assim seja.

Com efeito, dúvidas não se põem no caso de as ações terem todas o mesmo valor de emissão. Mas vejamos o que sucede no caso de ações com diferentes valores de emissão. Uma sociedade, A, S.A., apresenta um capital social de 1.000.000€ dividido por 1.000.000 de ações e um património de 1.000.000€ no momento inicial da sua atividade. Fruto de vicissitudes várias, 4 anos depois, tendo passado, entretanto, a ser cotada em bolsa, e ainda que sem registar perdas, a sua capitalização bolsista totaliza 500.000€, vendo-se a sociedade na necessidade de levantar no mercado mais 500.000€, isto é, tanto quanto a sua capitalização bolsista. Imaginando que os sócios não estão disponíveis para acorrer ao aumento de capital e que há um investidor não sócio interessado, fácil será antever que o novo sócio não estará interessado em subscrever as novas 500.000 ações com o mesmo valor de emissão de 1 €, podendo fazê-lo por metade do preço em mercado secundário. Com efeito, fazendo-o estaria a investir 500.000€ e a ficar titular de participações cujo valor de cotação seria de 250.000€, admitindo que o preço por ação em mercado secundário não se alteraria. A situação que acabámos

¹⁴ O porquê de ser este, em nossa opinião, o primeiro passo a dar será explicado mais abaixo.

¹⁵ CUNHA, PAULO OLAVO, *Aspectos Críticos da Aplicação do Regime das Ações Sem Valor Nominal*, in *Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal*, AA. VV., Org. Paulo de Tarso Domingues / Maria Miguel Carvalho, Almedina, Coimbra, 2011, p. 316 diz-nos que «Suscita-se, pois, a este propósito a dúvida natural sobre o critério a aplicar no reembolso. Se há que procurar o montante efectivamente despendido pelo sócio, podemos deparar com dificuldades insuperáveis devido à fungibilidade das participações, reconduzindo-as todas a um mesmo valor de reembolso. Trata-se, assim, de preceito legal a rever».

¹⁶ Tendo em conta o artigo 276.º, n.º 4.

de descrever, aliás, representa uma das situações típicas que justificam a existência de ações sem valor nominal. Assim, o razoável é que os novos e o futuro sócio pretendam começar em pé de igualdade, situação que se conseguirá se as novas ações tiverem um valor de emissão (e de entrada) de 0.50€, caso em que o novo sócio entraria com 500.000€ e ficaria titular de 1.000.000 de ações com capitalização bolsista de 500.000€. Deste momento em diante, e na vida da sociedade, velhos e novo sócios serão tratados como iguais, visto ser idêntico o valor contabilístico de todas as ações. Ora, supondo que numa eventual futura liquidação o património social seria de 2.000.000€, não entendêsemos nós assim e a tal situação de igualdade seria quebrada, recebendo os velhos sócios 1.250.000 € e o novo 750.000 €. Não nos parece que faça sentido. Os sócios pré-existentes, quando aceitaram que o novo valor de emissão fosse inferior, estavam, ou deviam estar, conscientes de que estavam a assumir uma perda¹⁷. Não entendêsemos nós assim, e a consequência direta e imediata de tal facto seria que os novos sócios iriam exigir um valor de emissão significativamente mais baixo, numa tentativa de, obtendo lucros superiores, compensar o valor que lhes seria retirado em sede de liquidação.

Em termos de efeito económico, portanto, tendemos a equiparar a emissão de novas ações com um valor de emissão mais baixo a uma *assunção de perdas* para os sócios já existentes, posto que estes passarão a ter exatamente os mesmos direitos que os novos, tendo pago mais pelos mesmos direitos.

Argumento que nos parece particularmente impressionante, nesta sede, seria, e ainda no exemplo referido, o tratamento conferido às ações desta sociedade, no que à cotação das ações diria respeito. É que, com efeito, ou bem que todas as ações partilham dos mesmos direitos em caso de reembolso, ou ficamos com um problema de difícil resolução. Com efeito, sendo as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado *bens fungíveis*, ou bem que defendemos que cada emissão com um diferente valor de emissão constitui uma categoria especial de ações, o que em momento algum vimos defender, ou então tornar-se-á impossível cotar estas ações em bolsa.

Chegando a esta conclusão acerca do reembolso do valor das participações sociais, em caso de sociedades com ações sem valor nominal, estamos agora em condições de fazer a aplicação deste regime ao caso concreto das ações preferenciais sem direito de voto.

¹⁷ A uma situação ainda mais expressiva assistiríamos se a liquidação fosse feita logo após o aumento de capital, posto que teríamos, então, uma transferência de parte do valor acabado de entrar na sociedade dos sócios novos para os já pré-existentes.

Em primeiro lugar, começaríamos por estranhar a decisão do legislador em estabelecer como critério de reembolso prioritário o valor de emissão. Tendo já visto que o critério relevante em termos de reembolso deverá ser o do valor contabilístico, esta *indexação* ao valor de emissão pode levar a um favorecimento injustificado no caso de o valor de emissão da concreta emissão das ações preferenciais sem direito de voto ter sido superior ao atual valor contabilístico das ações, ou a um tratamento desfavorável no caso contrário. Esta solução legislativa deve, em nossa opinião, ser alterada, prevendo-se que as ações preferenciais sem voto conferem direito ao reembolso prioritário do seu valor contabilístico.

A mesma coisa, aliás, seria de defender, na coerência do sistema, no que respeita ao critério para determinação do dividendo preferencial, que se deveria, assim, fixar por referência ao valor contabilístico¹⁸. Bem sabemos, é certo, que tal indexação causa importantes problemas em caso de aumento ou redução do valor contabilístico. Nesse caso, as adaptações a sofrer pelas ações preferenciais sem direito de voto não se apresentam diferentes daquilo que se deverá fazer em caso de alteração do valor nominal das ações que o tenham.

Continuando a nossa análise sobre o montante máximo de emissão, frisamos que o argumento que sistematicamente vemos ser avançado para a defesa do limite à emissão de APsDdV¹⁹ é o de impedir que o controlo da sociedade esteja dissociado do risco num limite superior a um valor que se considera tolerável²⁰. Com efeito, pretender-se-ia evitar situações em que uma pequena minoria tivesse um poder decisório excessivamente superior ao risco que vê o seu investimento correr. Nesse sentido, o valor do «risco» para este efeito deverá, cremos, ser aferido tendo por base o tratamento do sócio em caso de liquidação da sociedade, tratamento esse que, vimos já, é indissociável do valor contabilístico.

Assim, e entendendo nós que o critério de reembolso e partilha do ativo restante, no caso de ações sem valor nominal, assenta, salvo disposição estatutária,

¹⁸ Ainda que aqui não sejamos tão assertivos na defesa desta posição, visto que existe alguma independência entre o regime do reembolso prioritário (que deve acompanhar a lógica do reembolso em geral) e a do dividendo prioritário, em que já se admite que o legislador possa, se para isso tiver argumentos sólidos, fixar um outro critério.

¹⁹ Que não merece a nossa concordância.

²⁰ Veja-se, entre outros, ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, op. cit., p. 216, ainda que falando em investimento, e não em risco, e MARQUES, ELDA, *Comentário ao artigo 341º*, op. cit., pp. 633 ss.

no valor contabilístico²¹, é nossa opinião que o montante de metade do capital social relevante nesta sede deverá ser calculado em função do mesmo critério. Assim, as ações preferenciais sem direito de voto não poderão representar, pelo seu valor contabilístico, mais de metade do capital social²².

Reconhecendo, porém, que a nossa posição no que respeita ao valor do dividendo prioritário e do reembolso prioritário redundará numa interpretação *contra legem*, já não assim no montante máximo de emissão, em que estaremos, a nosso ver, perante a existência de uma lacuna que importará integrar da maneira que propugnamos. ●

²¹ Ou, no caso da partilha do ativo restante, para sermos mais corretos, na percentagem de ações detidas, que é o mesmo que dizer na percentagem detida em relação ao valor contabilístico total.

²² Assim MARQUES, ELDA, *Comentário ao artigo 341º*, op. cit., p. 636. Não percebemos, porém, a fundamentação de Elda Marques para este raciocínio, atenta a posição que defende a propósito do direito ao reembolso das ações. De facto, e se bem interpretamos, entendendo a autora que o reembolso se processa, mesmo em geral para todas as ações sem valor nominal, pelo valor de emissão, não vemos como se possa fundamentar que um limite baseado no risco se apresente desconexo do próprio risco do investimento.



DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO / OS ASPETOS CRÍTICOS DE UM RÉGIME IMPERATIVO-RÍGIDO



IV. DO CARÁCTER MERAMENTE PRIORITÁRIO DO DIVIDENDO E DA SUA ORDEM DE PAGAMENTO

A

doutrina que analisou o aspeto dos dividendos prioritários à luz da redação anterior a 2015 problematizava a questão de saber qual a relação entre o dividendo prioritário e os restantes dividendos, i.e., se o dividendo prioritário deveria ser configurado como um dividendo adicional, a acrescer ao que, anualmente, fosse deliberado distribuir aos acionistas²³, ou se, pelo contrário, era apenas um dividendo com prioridade no seu recebimento²⁴. Face à redação atual do artigo 341.º, número 3, dúvidas não haverá, e citando Vieira Peres²⁵, de que «dividendo prioritário não é mais dividendo: é dividendo antes». Assim, a ordem de pagamento de dividendos será: 1 – Havendo lucros que, nos termos dos artigos 32º e 33º²⁶ possam ser distribuídos aos sócios, os acionistas preferenciais sem voto têm direito ao recebimento do seu dividendo prioritário.

2 – Os lucros que, eventualmente, forem deliberados distribuir aos sócios além do necessário para pagar o dividendo prioritário deverão ser canalizados para pagar aos restantes acionistas até ao concurso do montante que cada acionista sem voto recebeu, por ação, a título de dividendo prioritário.

²³ Era esta a posição de CUNHA, PAULO OLAVO, *Os Direitos Especiais Nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 159, sendo também, se bem interpretamos, a posição de OLAVO, CARLOS, *O Dividendo Prioritário Nas Acções Preferenciais Sem Voto*, in *O Direito*, ano 127, III-IV (Julho-Dezembro), Almedina, Coimbra, 1995, p. 376, «Daqui decorre que o dividendo prioritário acresce (“além de”) ao dividendo que for distribuído às acções ordinárias, em concretização do inerente direito a quinhão nos lucros».

²⁴ Assim, CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Acções preferenciais sem voto*, in *Problemas do Direito das Sociedades*, 2008, IDET, Almedina, Coimbra, p. 304; MARQUES, ELDA, *Comentário ao artigo 341º*, op. cit., pp. 658 e 659; PERES, J.J. VIEIRA, *Acções preferenciais sem voto*, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano XXX – 1988 (III da 2ª Série), Almedina, Coimbra, p. 371, e VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, p. 438.

²⁵ PERES, J. J. VIEIRA, *Acções preferenciais sem voto*, op. cit., p. 371.

²⁶ A lei fala, a este propósito, de «lucros», remetendo para os artigos 32.º e 33.º. Situação que pode suscitar dúvidas é a da inexistência de lucros do exercício, mas em que existam reservas livres suficientes para satisfazer o dividendo prioritário. Se nos termos da conjugação dos artigos 32.º e 33.º as reservas livres, desde que verificados certos pressupostos, são distribuíveis aos sócios, já a palavra «lucros» poderia, numa interpretação restritiva, apontar apenas para os lucros do exercício. De um ponto de vista do direito positivo, não cremos que assim seja, e socorremo-nos, a este propósito, da fundamentação invocada por GOMES, FÁTIMA, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 372, nota 894, «A prioridade também incide sobre a repartição de reservas que se venham a incluir nos lucros distribuíveis, por força do art. 32º do CSC, para o qual a lei remete, uma vez que a lei não define a prioridade pelo conceito de lucro do exercício distribuível mas por uma realidade mais ampla - a de lucros repartíveis nos termos dos arts. 32º e 33º, que incluem a repartição de reservas como lucros acumulados». Isto, porém, não terá aplicação no caso de reservas estatutárias que sejam, nos termos dos próprios estatutos, indistribuíveis, ou distribuíveis apenas em determinadas situações.

3 – O montante que for deliberado distribuir²⁷, além do necessário para a realização dos passos 1 e 2, deverá ser repartido entre todos os acionistas, em função da percentagem de cada um nos lucros da sociedade.

Só assim não será, porém, se o contrato de sociedade atribuir ao dividendo das APsDdV a natureza, além de prioritário, de adicional. Nesse caso, após a realização do passo 1, o montante que seja deliberado distribuir e que exceda o necessário para pagar o dividendo prioritário e adicional deverá ser repartido por todos os sócios.²⁸

Um outro tema, nos antípodas do dividendo adicional, levantado pela reforma de 2015, e a propósito do dividendo prioritário, consiste na possibilidade de se convencionar que o dividendo, além de prioritário, será o único dividendo que o sócio terá direito a receber, funcionando, nesse caso, como dividendo máximo. Em nossa opinião, tal possibilidade existia já antes da reforma de 2015. Com efeito, não vislumbrávamos na redação vigente até então qualquer obstáculo, além de não vislumbrarmos qualquer razão ou interesse que aconselhasse uma restrição da autonomia privada, nesta sede^{29/30}. Todavia, após 2015, o artigo 341.º, n.º 4 diz-nos que, no caso da nova configuração de ações sem direito de voto, introduzida justamente pela reforma de 2015, «o contrato de sociedade pode prever que as mesmas apenas conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade, não participando do remanescente dos dividendos a atribuir a todas as ações».

O que dizer desta alteração? Parece-nos não poder, por qualquer expediente interpretativo, fugir a que a articulação deste número, aplicável apenas à nova

²⁷ Note-se, a este respeito, que entendemos que a metade relevante para efeitos do artigo 294.º inclui já o montante pago a título de dividendo prioritário. Assim, se os lucros de exercício distribuíveis se cifram em 500.000€ e o montante destinado a dividendos prioritários é de 250.000€, poderão os sócios, por maioria simples, deliberar não distribuir qualquer quantia adicional a título de dividendos.

²⁸ Note-se, a este propósito, que não rejeitamos a possibilidade de existir uma solução intermédia, que consista em definir-se que o dividendo, além de prioritário, será majorado, ainda que não na sua totalidade, em relação aos restantes acionistas. Assim, por exemplo, poderíamos ter um dividendo prioritário de 2%, mas adicional em apenas 1%.

²⁹ O número 3 do artigo 341.º, na sua redação à época, não constitui qualquer obstáculo ao que agora defendemos. Com efeito, o dizer que as ações preferenciais sem voto conferiam todos os direitos inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto, em nada obsta ao que propomos. É que a consagração de um dividendo máximo não exclui o direito ao dividendo, sendo aliás certo que o critério de repartição dos lucros pode ser objeto de modelação pelos sócios.

³⁰ Em sentido aparentemente contrário, MARQUES, ELDA, *As recentes alterações ao regime das ações preferenciais - o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro* in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Vol. 13, Março, Almedina, Coimbra, 2015, p. 228.

configuração desta categoria de ações, com o número anterior, aplicável a todas as ações, resulta em ser manifesto ter sido intenção do legislador restringir esta possibilidade de convencionar o dividendo como dividendo máximo ao caso das ações sem direito de voto subscritas exclusivamente por investidores qualificados³¹. *De jure constituto*, assim, nada haverá a acrescentar a este aspeto. *De jure condendo*, porém, e como dissemos, não consideramos haver razão para, na ponderação entre autonomia privada e tutela de eventuais interesses relevantes, que aqui se não vislumbram, proibir que se convencie que o dividendo prioritário será também o dividendo máximo³². Obstar a tal possibilidade apenas pode assentar numa conceção errada do que seja a proteção dos investidores não qualificados, subtraindo-lhes o direito de escolha entre subscrever ou não subscrever ações (deste ou de qualquer tipo) consoante as suas características lhes interessem ou não. É, assim, número para revogar. ●

³¹ Nos termos da reforma de 2015, note-se, estas ações com regime mais flexível têm não só de ser exclusivamente subscritas por investidores qualificados como não podem também ser admitidas à negociação em mercado regulamentado. Em texto, porém, a elas nos referiremos, de forma abreviada, como ações exclusivamente subscritas por investidores qualificados.

³² O que já nos parece muito difícil de sustentar é a posição de MARQUES, ELDA, *As recentes alterações ao regime das ações preferenciais - o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro*, op. cit., pp. 228 ss., ao pronunciar-se sobre o novo número 4 do artigo 341.º. Diz a autora que «O n.º 4 introduzido ao art. 341.º tem verdadeiro carácter inovador entre as alterações ao regime das ações preferenciais sem direito de voto. (...) Vem, assim, permitir que os estatutos possam conferir às ações preferenciais sem direito de voto tão-somente o direito a um dividendo prioritário, mas privando tais ações do dividendo participante na distribuição dos lucros de exercício restantes (i.e, dos lucros sobranes depois de atribuído ou destinado o dividendo prioritário). **Por um lado, admite-se que seja estatutariamente excluído o direito prioritário ao reembolso do valor das ações preferenciais sem direito de voto, na liquidação da sociedade, afastando, quanto a tais ações, a imperatividade da concomitância de ambos os direitos prioritários de natureza patrimonial para a privação (suspensão) do direito de voto. Assim interpretamos o emprego do advérbio “apenas” no texto legal**» - negrito nosso. Continua a autora dizendo que «Por outro lado, a 2.ª parte do aditado n.º 4 do art. 341º consagra ações preferenciais sem direito de voto com direito prioritário ao dividendo mas sem o chamado dividendo participante na distribuição dos lucros de exercício remanescentes». Ora, se nada temos a dizer sobre esta segunda dimensão identificada pela autora, já quanto à primeira parte da interpretação propugnada parece-nos, salvo o devido respeito, não ser a mesma de acompanhar. Com efeito, tal 1ª conclusão, revolucionária no contexto da figura de que tratamos, partindo de um argumento pura e simplesmente literal, assenta numa interpretação literal que entendemos ser incorreta. O número 4 deste artigo surge em clara sequência do número 3, que se reporta, exclusivamente, ao dividendo prioritário, dizendo que o tal dividendo prioritário apenas atribui uma prioridade no dividendo, salvo se os estatutos lhe atribuírem um carácter adicional. Ora, é em clara sequência que se insere o número 4, ao dizer, e ainda no domínio do dividendo prioritário, que, no caso especial das novas ações preferenciais sem direito de voto consagradas com a reforma, o dividendo prioritário pode ser, simultaneamente, um dividendo máximo. É por oposição ao carácter participante do dividendo que se usa o tal advérbio «apenas».

V. DA PARTICIPAÇÃO NAS RESERVAS/ /PARTILHA DO ATIVO RESTANTE

Q

uestão pertinente, e a que dedicaremos agora a nossa atenção, prende-se com as situações em que, por qualquer razão, não foram distribuídos dividendos além dos necessários para proceder ao pagamento do dividendo prioritário ou, tendo sido, não foram, porém, em medida suficiente para que acionistas com e sem voto ficassem igualados no montante recebido. Assim, entendemos dever ser de ponderar a questão de como se processará a distribuição de importâncias retidas a título de reservas ou de resultados transitados, ou mesmo na partilha do ativo restante após a operação de reembolso. Com efeito, vimos antes que o dividendo preferencial será obrigatoriamente prioritário, mas não tem de ser adicional. Assim, se por qualquer razão for deliberado distribuir uma reserva que, entretanto, havia sido acumulada, parece-nos que poderá ser incorreto proceder à sua distribuição segundo a percentagem de participação nos lucros. A mesma coisa se diga, aliás, no caso de se proceder a um aumento de capital por incorporação das referidas reservas. Vejamos um exemplo. A sociedade A tem 1.000.000 de ações – 500.000 são APsDdV, as outras 500.000 ordinárias. No ano N, a sociedade teve 10.000€ de lucro do exercício, tendo canalizado 5.000€ para pagamento do dividendo prioritário. Os sócios com ações ordinárias deliberaram não distribuir nada a si mesmos (apenas foi distribuído o montante obrigatório para pagar o dividendo prioritário), levando os outros 5.000€ a reservas. Ora, se em N+1 se deliberar distribuir esta reserva, entendêsemos nós que o critério de repartição teria de ser o mesmo que existe em geral para a repartição de lucros, então os sócios sem voto teriam recebido a sua parte no ano N, e iriam receber mais metade da parte a que os sócios com voto teriam direito em N, mas que resolveram levar a reservas. Assim, os sócios sem voto, tendo metade do capital, teriam recebido $\frac{3}{4}$ dos lucros.

A solução está, parece-nos, nos estatutos da sociedade. Nesta sede, ainda que admitamos que, nada se prevendo em contrário, não existirá expediente jurídico que permita solucionar esta questão, já não levantamos obstáculos a aceitar que haja uma cláusula estatutária que preveja que a percentagem na distribuição de reservas se calcule de acordo com a participação de cada categoria de ações nessas mesmas reservas.

Não entendêsemos nós assim, note-se, e tal equivaleria a dizer que sempre que não fosse distribuído aos restantes sócios um montante igual ao do dividendo prioritário, o dividendo das APsDdV seria, na verdade, pelo menos parcialmente adicional, posto que tais acionistas receberiam o montante que lhes cabia a título de dividendo prioritário, e receberiam, em igualdade de circunstâncias, a parte que lhes caberia na divisão de tais reservas, atribuindo assim o

carácter adicional à parte do dividendo prioritário cujo montante os restantes sócios abdicassem de receber, levando a reservas.

Isto dito, ressalve-se, porém, que se os estatutos consagrarem o dividendo como adicional, então nada haverá que salvaguardar.

Uma observação que nos podia ser formulada, procurando demonstrar inconsistência na posição que defendemos, era a de que estamos a defender que o critério de participação nas reservas deve ser um tal que atenda à efetiva contribuição para a sua formação, mas aderimos atrás à posição que defende que a prioridade do dividendo prioritário pode ser exercida mesmo em relação às reservas distribuíveis que existam.

Sucede, porém, que o princípio de que partimos, a saber, o de que o dividendo prioritário, segundo o regime regra da nossa lei, é apenas dividendo antes, e não mais dividendo, só tem plena concretização prática no caso de não existir penúria de resultados, e de os lucros distribuíveis permitirem pagar, pelo menos, tanto aos sócios com voto como o que antes se pagou, a título de dividendo prioritário, aos sócios sem voto. Não ocorrendo tal, o dividendo é, de um ponto de vista económico, acrescido na parte que os sócios sem voto recebam a mais do que os com voto. Tal carácter acrescido em caso de penúria de resultados é particularmente evidente no regime consagrado no artigo 342.º, n.º 2. Em caso de penúria de resultados, o dividendo preferencial é, portanto, adicional, o que explica que possa ser exercido contra reservas distribuíveis, mesmo em medida maior do que a contribuição dos sócios sem voto para essas reservas.

Note-se, porém, que a prioridade do dividendo apenas se aplica à quantia necessária para perfazer o dividendo prioritário. Não haverá qualquer prioridade no recebimento no caso, por exemplo, de uma distribuição de reservas após já ter sido pago o dividendo prioritário do ano em causa.

VI. DOS OUTROS DIREITOS PATRIMONIAIS

A

redação dada ao artigo 341.º do Código das Sociedades Comerciais veio introduzir uma nova discussão em sede de determinação dos outros direitos de natureza patrimonial inerentes a estas ações. Com efeito, onde na redação anterior a 2015 se lia, no artigo 341.º, n.º 3, que «As ações preferenciais sem voto conferem, além dos direitos previstos no número anterior, todos os direitos inerentes às ações ordinárias, excepto o direito de voto», lê-se agora, no n.º 5, que «As ações preferenciais sem direito de voto conferem, além dos direitos de natureza patrimonial previstos nos números anteriores, todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto». Esta alteração suscitou já na doutrina pelo menos uma interpretação que não podemos acompanhar, a saber: «Em face da nova redação do n.º 5 do art. 341.º, as ações preferenciais sem direito de voto não compreendem quaisquer direitos com conteúdo patrimonial imediato legalmente consagrados para as ações em geral, com exceção dos direitos patrimoniais nos termos constantes dos n.ºs 2 a 4 do mesmo dispositivo. (...) Não obstante o direito prioritário ao reembolso do valor das ações preferenciais sem direito de voto “clássicas” atribuir uma prioridade no recebimento do reembolso do valor das ações face aos demais acionistas, os titulares de tais ações preferenciais sem direito de voto estão, contudo, perante a nova redação do n.º 5 do art. 341.º, excluídos de participar no lucro final ou de liquidação (cfr. Art. 156º, 4), em igualdade de condições com os demais acionistas, depois de reembolsado com prioridade o valor das ações preferenciais sem direito de voto e, seguidamente, o valor das demais ações; gozam apenas do direito prioritário ao reembolso do valor das respetivas ações, uma vez que o saldo ou lucro final de liquidação (se o houver) é repartido apenas entre estas últimas ações. O n.º 5 do art. 341.º afasta a norma geral do n.º 4 do art. 156.º (...) Nesta conformidade, com exceção dos direitos de natureza patrimonial, nos termos dos n.ºs 2 a 4 do art. 341.º, as ações preferenciais sem direito de voto (independentemente da sua configuração) estão privadas de todos os direitos de conteúdo patrimonial. É o caso do direito legal de preferência na subscrição de novas ações em aumento de capital por entradas em dinheiro (cfr. art. 458.º)».³³

Não estamos de acordo. Como a própria autora reconhece, a conclusão que extrai segundo a qual foi intenção do legislador privar as ações preferenciais sem direito de voto de todos os outros direitos patrimoniais não resulta expressamente

³³ MARQUES, ELDA, *As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro*, op. cit. pp. 234 e 235.

da lei, mas de um argumento a contrario que, parece-nos, tira da letra mais do que foi intenção do legislador.³⁴

Com efeito, nem dentro do próprio espírito das alterações de 2015 seria tal interpretação coerente, se não veja-se. Conforme tivemos oportunidade de referir *supra*, e como a autora também expressamente afirma, do número 4 do artigo 341.º resulta claramente que as ações preferenciais sem direito de voto que não sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados não podem ficar privadas de aceder ao dividendo que seja deliberado distribuir que exceda o que já receberam a título de dividendo prioritário. Ora, faria algum sentido que, nesta lógica, depois se viesse afastar os acionistas de participarem na partilha do ativo restante, após o reembolso das ações, como decorreria da interpretação que a autora propõe? Impõe-se que cedam aos dividendos sobranes em vida da sociedade, mas afasta-se a sua participação, em caso de liquidação, na divisão de um excedente que, se tivesse sido distribuído, teria ido também em parte para os acionistas sem voto? Haverá coerência interna em tal alteração? Não cremos.

É nossa opinião, portanto, que a nova redação do artigo 341.º, n.º 5 consubstancia uma intervenção infeliz do legislador. Deve, por isso, tal artigo ser interpretado como está redigido, isto é, as ações sem direito de voto conferem todos os direitos de natureza não patrimonial, com exceção do direito de voto. Quanto aos direitos de natureza patrimonial, conferirão, além dos expressamente previstos para as ações sem direito de voto, todos os previstos em geral para quaisquer ações. ●

³⁴ Vide, a este propósito, BAPTISTA, DANIELA FARTO, *Ações preferenciais sem voto (em particular, as detidas por investidores qualificados)*, in IV Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 422 ss.

VII. O DIREITO DE PREFERÊNCIA EM AUMENTOS DE CAPITAL

Tema de central importância, neste ponto, é o do funcionamento do direito de preferência³⁵ no caso destas ações. Já nos referimos a este direito *supra*, a propósito da posição defendida por Elda Marques, da qual nos distanciámos.

Vejamos o que nos diz, a este respeito, o artigo 458.º, no seu número 4:

«4. Havendo numa sociedade várias categorias de ações, todos os acionistas têm igual direito de preferência na subscrição das novas ações, quer ordinárias, quer de qualquer categoria especial, mas se as novas ações forem iguais às de alguma categoria especial já existente, a preferência pertence primeiro aos titulares de ações dessa categoria e só quanto a ações não subscritas por estes gozam de preferência os outros acionistas».

O problema que nos surge, nesta sede, nada tem que ver com pouca clareza na forma como o legislador se expressou. Pelo contrário, a forma clara como o legislador se expressou, a este respeito, além de evidenciar a existência de um problema sério, torna particularmente difícil a sua solução em sede interpretativa. Vejamos, para já, o que resulta claro deste artigo.

Um dos aspetos que mais óbvios se tornam será o de que, no caso de emissão de novas ações preferenciais sem direito de voto³⁶, por se tratar de uma categoria especial de ações, e caso existam já na sociedade ações deste tipo que confirmam exatamente os mesmos direitos das novas ações a emitir, os acionistas sem direito de voto já existentes terão um direito de preferência, em primeiro grau. Trata-se de uma preocupação por parte do legislador em que seja mantido o status quo, mesmo dentro das diversas categorias de ações, desde que, é claro, os direitos das novas ações a emitir sejam exatamente idênticos aos de uma categoria de ações já existente.³⁷

³⁵ Vide, sobre o direito de preferência dos sócios em aumentos de capital, ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, Almedina, Coimbra, 2004.

³⁶ Mediante novas entradas em dinheiro.

³⁷ Não o sendo, estaremos perante a emissão de ações de uma nova categoria, na qual terão preferência, em igualdade de condições, todos os sócios da sociedade.

Onde, porém, surgem as maiores dificuldades é, justamente, no caso de emissão de novas ações ordinárias.³⁸ Com efeito, põe-se a questão de como proceder em caso de aumento de capital por novas entradas em dinheiro, em sociedades em que existam já ações preferenciais sem direito de voto, mas em que o capital social vá ser apenas aumentado com o recurso a emissão de novas ações ordinárias. De facto, parece resultar claro da redação dada pelo número anteriormente reproduzido que, em tal caso, sócios com e sem voto terão igual direito de preferência na subscrição de novas ações.

Tal resultado põe em grave crise todo o instituto das ações preferenciais sem direito de voto. Com efeito, resulta claro que a principal finalidade económico-social que estas ações visam concretizar é a de obter novos fundos para a sociedade sem que os sócios pré-existentes vejam diluída a sua participação, no que aos direitos políticos diz respeito. Ora, atribuir aos sócios sem direito de voto direito de preferência, em *pé de igualdade*, no acesso a ações que confirmam direito de voto é a negação do próprio instituto. Urge, portanto, corrigir tal resultado.

Várias têm sido as tentativas de resolução aventadas na doutrina. Elencamos, em seguida, aquelas que nos parecem mais relevantes³⁹:

Elda Marques:

«Apenas o regime previsto no art. 458º, 4, 1ª parte, conferindo o direito de preferência “misto” de ambas as categorias, ordinárias e sem voto, sobre as novas

³⁸ A não ser, claro, que perfilhemos a tese defendida por Elda Marques de que terá sido intenção do legislador abolir o direito de preferência até então atribuído às ações preferenciais sem direito de voto. Porém, sendo embora clara a posição da autora no sentido de defender ter sido tal a intenção do legislador, já será pouco clara a posição da autora onde parece defender a possibilidade de haver leis de duvidosa legalidade, quando, como no caso ora em apreço, não estamos perante qualquer lei de valor reforçado, se não vejamos, MARQUES, ELDA, *As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro*, op. cit., p. 235 «A exclusão do direito legal de preferência, que se retira da letra do n.º 5 do art. 341.º, permite atingir o resultado a que chegam as interpretações restritivas do n.º 4 do art. 458.º, bem assim a que chega a solução por nós proposta. Porém, decorrendo do n.º 5 do art. 341.º uma supressão total do direito abstrato de preferência, independentemente da categoria de ações emitidas (ações ordinárias ou de categoria especial), e impedindo não apenas o exercício da preferência em 1.º, mas também em 2.º grau, uma tal exclusão é de duvidosa legalidade em face das condições de que depende a limitação ou supressão do direito de preferência em concreto, nos termos consignados no art. 460.º» – sublinhado nosso.

³⁹ Recorreremos, quanto a este tema, a amplas citações das posições defendidas pelos autores. Entendemos, de um ponto de vista metodológico, que se torna imperativo estabelecer um diálogo com as posições avançadas pela doutrina, por forma a podermos concluir com a nossa própria posição.

ações ordinárias tem de ser excluído parcialmente quanto aos acionistas sem voto, quando o capital seja aumentado através da emissão proporcional de ações de ambas as categorias. Uma tal exclusão dos acionistas sem voto de concorrerem em 1º grau às novas ações ordinárias permite que estas sejam subscritas preferencialmente em 1º grau exclusivamente pelos acionistas ordinários – ou seja, garante um direito de preferência de categoria aos próprios acionistas ordinários. A referida exclusão do direito de preferência de 1º grau dos acionistas sem voto em relação às novas ações ordinárias (emitidas conjuntamente com as novas ações sem voto na mesma proporção) não coarta os direitos especiais dos acionistas sem voto, que poderão subscrever em primeira linha todas as novas ações sem voto. Por outro lado, aquela exclusão não viola o princípio da igualdade de tratamento, pois se está a tratar diferentemente os acionistas em função das diferenças existentes, além de que, de uma perspetiva material, aquele princípio justifica mesmo a funcionalização do direito de subscrição preferencial ao interesse fundamental dos acionistas (aqui ordinários, mas sem prejuízo para os acionistas sem voto) na conservação da sua posição relativa e assim entre todos, concretizado legalmente em várias disposições do CSC e prosseguido pela atribuição do próprio direito legal de preferência».

Acrescenta a autora, porém, entender ser «admissível a exclusão estatutária do direito de preferência relativamente a um concreto aumento de capital que os estatutos prevejam, em conformidade com a regra geral consagrada no art. 9º, 3. Assim, o direito de preferência de 1º grau dos acionistas sem voto relativamente às ações ordinárias pode ser excluído nos estatutos quanto a um aumento de capital em concreto ou inclusive quanto a todos os aumentos de capital por entradas em dinheiro através da emissão proporcional de ações ordinárias e de ações sem voto iguais às já existentes. Parece-nos que, em qualquer dos casos, não está em causa uma supressão total do direito abstrato de preferência, mas ainda uma supressão do direito concreto de preferência e unicamente de 1º grau, dado a exclusão estar concretamente delimitada quanto aos sujeitos e às características do aumento de capital em que será feita valer e os acionistas sem voto poderem concorrer em 2º grau às ações ordinárias não subscritas pelos acionistas detentores de ações desta categoria».⁴⁰

Já Vieira Peres⁴¹ refere, a este propósito, que «Ora, o funcionamento do direito de preferência pode, em certos termos abalar este “apartheid”, ou então onerar pesadamente as responsabilidades com o dividendo prioritário. Se não vejamos:

⁴⁰ MARQUES, ELDA, *Comentário ao artigo 341º*, op. cit., pp. 631 e 632.

⁴¹ PERES, VIEIRA, *Acções preferenciais sem voto*, op. cit., pp. 391 ss.

uma sociedade nestas condições necessita de chamar até si novos fundos próprios; ficará no dilema de ou emitir ações ordinárias, permitindo a entrada de novos sócios votantes e arriscando um *bouleversement* das relações de controlo, ou emitir só ações sem voto, o que poderá ser contraindicado atendendo à especial carga de dividendos que é necessário garantir.

Responder-se-á imediatamente que a melhor solução será a de emitir ações das duas categorias, respeitando a proporção existente entre estas. Assim se conseguirá o desejado reforço da liquidez sem qualquer efeito secundário nefasto. Analisemos tal hipótese, fazendo-lhe aplicar o artigo 458.º, n.º 4. A parte do aumento de capital representado por novas ações sem voto cai sob a alçada da parte final da norma, pelo que devem ser oferecidas em preferência aos accionistas sem voto. No entanto, a parte representada por ações ordinárias parece não poder furtar-se à aplicação da parte inicial do art. 458.º, n.º 4 e estará sujeita à preferência igualitária de todos os accionistas. Ou seja o desiderato pretendido não seria obtido, pois os accionistas sem voto continuariam a poder subscrever ações com voto.

Não vemos as coisas assim. O bom senso indica que não existe razão justificada para impedir a emissão proporcional com direitos de preferência estanques, ao menos parcialmente. Defender esta ideia é que já se afigura mais penoso. (...) Perfeitamente aceitável parece ser uma outra linha de raciocínio. O regime do n.º 4 do artigo que vimos a estudar não está mal; o que não consegue é ser adequado para aqueles aumentos de capital em que não são emitidas ações de uma só categoria, mas de várias». Acaba assim o autor por defender que, sendo emitidas ações apenas de uma categoria, deverá funcionar em pleno o preceito, que foi pensado para tais situações. Já se forem emitidas ações de várias categorias, e através de uma interpretação restritiva da norma, haverá uma lacuna que será de integrar da maneira acima referida. Tal solução, diz o autor, «É a que melhor se harmoniza com a filosofia do instituto, respeitando ainda o princípio da igualdade dos accionistas, já que, neste aspecto, todos eles terão uma preferência proporcional à fracção de capital detida, concorrendo os accionistas ordinários às ações ordinárias e os preferenciais sem voto às ações privilegiadas. Se qualquer destes grupos de accionistas não esgotar a subscrição das ações disponíveis, os accionistas da outra ou outras categorias ainda terão preferência sobre terceiros não sócios».

Particularmente difícil de aceitar é a primeira possibilidade de solução aventada por Osório de Castro⁴²: «Vamos, pois, que numa sociedade metade das ações

⁴² CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Ações preferenciais sem voto*, op. cit., pp. 297 a 300.

são preferenciais sem voto, e as restantes “ordinárias”. A sociedade delibera um aumento de capital por novas entradas, mediante a emissão de acções de ambas as categorias, na mesma proporção. (...) As coisas simplificam-se enormemente caso se aceite a nossa ideia de que, existindo acções preferenciais sem voto, também às acções dotadas do direito de voto corresponde um direito especial, consubstanciado na detenção de um poder de influência que excede o que resultaria de um critério de mera proporcionalidade, baseado na fracção de capital representado. Pois que, sendo ao cabo e ao resto especiais ambas as categorias de acções, o funcionamento da preferência acaba por ser decidido pela intervenção exclusiva do art. 458.º, n.º 4, 2ª parte».

Todavia, o mesmo autor avança ainda uma outra possibilidade de solução:

«É que, salvo o caso de limitação ou supressão validamente deliberada, o direito de preferência (de 1º grau) de cada accionista tem sempre por objecto uma quantidade das novas acções proporcional à daquelas de que for titular, sem distinção de categorias (art. 458, nº 2, al. a), do CSC). Esta é a regra relativa à vertente quantitativa do direito de preferência, e que, para nós, *não conhece quaisquer excepções*. A 2ª parte do art. 458º, nº 4, refere-se exclusivamente ao lado qualitativo do direito de preferência, prevendo que os titulares de acções de certa categoria têm de servir-se de acções iguais que porventura sejam emitidas para satisfação da sua preferência de 1º grau em toda a medida do possível – no que desfrutarão de primazia, face aos titulares de acções de categorias diversas.

Daqui flui que, quando a subscrição pelos accionistas sem voto das novas acções dessa categoria esgota a sua preferência de primeiro grau (...) não se vislumbra na verdade outra solução possível que não passe por reservar as outras acções aos restantes sócios, como quer que se categorizem as acções com voto. Mais: se o número de novas acções sem voto for superior à quantidade de acções a cuja subscrição preferencial os sócios dessa categoria têm direito, exigir-se-á que as novas acções sem voto “em excesso” sejam oferecidas à subscrição pelos outros accionistas».

O que dizer de tudo isto?

Em primeiro lugar, não nos parece ser de aceitar que nada haverá a fazer quando se emitam, apenas, acções ordinárias.

Em segundo lugar, notar que apenas uma das posições acima citadas resolve tal problema. Referimo-nos, com efeito, à solução que passaria por considerar serem dotadas de um direito especial (constituindo, em consequência, uma categoria especial de acções) as acções ordinárias de uma sociedade em que existam

ações sem direito de voto. Sucede, porém, que tal argumentação é de difícil sustentação, por falta de quaisquer apoios em sede legislativa. As ações que não conferiram nem mais nem menos direitos que os previstos por defeito na lei são ações ordinárias, tendo até o artigo 389.º, n.º 3 do CSC o cuidado de frisar que «Não há assembleias especiais de titulares de ações ordinárias».

Em nossa opinião, há que traçar aqui duas linhas de ação. A primeira, a de promover, assim que possível, uma alteração legislativa destinada a clarificar o tema. A segunda, a de tentar, em sede interpretativa, corrigir a situação.

Fomos levados por Vieira Peres, que refere, em suporte da sua tese, a 2ª Diretiva em matéria de sociedades⁴³, a analisar a parte de tal diploma relevante para este tema. Interessante é ver a redação do artigo 72.º, n.º 2, b) da (atual) Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de junho de 2017:

«2. Os Estados-Membros podem:

(...)

b) Permitir que, quando, numa sociedade em que existam várias categorias de ações, dotadas de diferentes direitos no tocante ao voto, à participação nas distribuições, nos termos do artigo 56.º, ou à partilha do património social em caso de liquidação, o capital subscrito for aumentado pela emissão de novas ações de uma dessas categorias, o exercício do direito de preferência pelos acionistas das outras categorias só possa ser efetivado depois de os acionistas da categoria correspondente às novas ações emitidas terem exercido o seu direito de preferência».

Analisada a Diretiva, percebe-se que o legislador lançou mão da faculdade que lhe era conferida por esta alínea⁴⁴ que, aliás, tentou transpor para o número 4 do artigo 458.º. Só que, ao tentar fazê-lo, falhou no objetivo, o que, em nossa opinião, além de justificar a tal intervenção legislativa por nós preconizada, leva também a que seja necessário interpretar a disposição portuguesa em conformidade com a Diretiva. Vejamos:

⁴³ PERES, VIEIRA, *Acções preferenciais sem voto*, op. cit., pp. 391 ss.

⁴⁴ Que tinha redação idêntica na primeira versão da 2ª Diretiva - Segunda Directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976 -, que o legislador português certamente teve em conta aquando da elaboração do Código das Sociedades Comerciais. Em tal primeira versão correspondia ao artigo 29º.

Numa sociedade onde coexistam ações ordinárias e ações que confirmem quaisquer direitos diversos dos das ações ordinárias teremos, com efeito, várias categorias de ações, não deixando, porém, as ações ordinárias de representar, também elas, uma categoria de ações⁴⁵.

Resulta, assim, claro que o acrescentar da palavra «especial» na redação do artigo 458.º, n.º 4 redundaria em que se chegue, no caso que agora nos propomos analisar, a um resultado manifestamente incompatível com a própria ratio da figura do direito de preferência, além de, cremos, ser também um resultado incompatível com o texto da própria Diretiva. Com efeito, e aplicando-se a formulação usada pela Diretiva, havendo diferentes categorias de ações, que confirmem (no caso de que agora curamos) diferentes direitos (patrimoniais e de voto⁴⁶), como é o nosso caso, o direito de preferência das restantes categorias apenas poderia ser exercido «depois de os acionistas da categoria correspondente às novas ações emitidas terem exercido o seu direito de preferência». Tal interpretação conforme à Diretiva⁴⁷, além de resolver a situação em que sejam emitidas, proporcionalmente ou não, ações sem e com voto, resolveria também situações nas quais sejam emitidas apenas ações ordinárias. Com efeito, propor soluções que assentam na necessidade de a sociedade ter de optar entre permitir que acionistas sem voto prefiram na emissão de ações com voto ou aumentar, cada vez que queira chamar novo capital, a responsabilidade com o dividendo prioritário, parece-nos, salvo o devido respeito, não resolver o problema. Além disso, também não nos parece ser possível que, entendendo que por via interpretativa não conseguimos resolver o problema, se possa obter solução através de uma regra estatutária que preveja que, emitindo-se novas ações com e sem voto, o direito de preferência dos acionistas sem voto se cinja, no que à preferência em primeiro grau diz respeito, apenas às ações sem voto. Com efeito, por muito subtis que

⁴⁵ Não assiste, portanto, e salvo o devido respeito, que é muito, razão a Raúl Ventura, em VENTURA, RAÚL, *Estudos vários sobre sociedades anónimas*, op. cit., p. 415 quando diz que «Mas o art. 389.º, n.º 3 dispõe "Não há assembleia de titulares de ações ordinárias", o que implica que, pelo menos para esse efeito, as ações ordinárias não constituem uma categoria». É preciso, cremos, não confundir ser uma categoria com ser uma categoria especial. As ações ordinárias, não sendo uma categoria especial, serão, inequivocamente, uma categoria.

⁴⁶ Na nossa interpretação, a formulação «diferentes direitos» deve ser interpretada como querendo significar diferentes entre si, e não diferentes por oposição às ações ordinárias.

⁴⁷ Segundo a qual o artigo 458.º, n.º 4 deveria rezar assim: Havendo numa sociedade várias categorias de ações, todos os accionistas têm igual direito de preferência na subscrição das novas acções, mas se as novas acções forem iguais às de alguma categoria já existente, a preferência pertence primeiro aos titulares de acções dessa categoria e só quanto a acções não subscritas por estes gozam de preferência os outros accionistas.

tentemos ser na argumentação formulada, tal norma estatutária não deixará de ser uma limitação ao direito abstrato de preferência, o que o artigo 460.º expressamente proíbe.

Assim, soluções que assentem em disposições estatutárias não podem, em nossa opinião, ser tidas como corretas.

Defender um critério quantitativo, no exercício do direito de preferência, por forma que os acionistas sem voto, preferindo na emissão destas ações, esgotariam a proporção de ações em relação às quais teriam direito a subscrição preferencial, assenta no pressuposto de que os acionistas sem voto não poderiam escolher não preferir nas ações sem voto e optar por preferir nas ordinárias, o que em momento algum é precludido pela redação vigente da norma. A solução está, reiteramos, não em comprimir o direito de preferência dos acionistas sem voto, mas em atribuir um direito de preferência de categoria (não especial, mas pura e simplesmente de categoria) aos acionistas ordinários.



VIII. O FIGURINO MAIS FLEXÍVEL DE 2015

Fundamental se torna, nesta sede, fazer menção ao Decreto-Lei nº 26/2015, de 6 de fevereiro. Com efeito, entendemos dever fazer tal referência em virtude de ter o instituto que vimos a analisar sofrido consideráveis alterações na sequência da citada alteração legislativa. Segundo Elda Marques⁴⁸, numa afirmação com a qual não concordamos totalmente, as alterações introduzidas «intenciam sobretudo obviar à rigidez e onerosidade do respetivo regime jurídico, ainda que apenas para um segmento específico de investidores (...) Aproveitou-se ainda marginalmente para aclarar alguns aspetos do regime das ações preferenciais sem voto em benefício de um maior grau de certeza jurídica no recurso ao instituto». Também o preâmbulo do referido decreto-lei nos fornece algumas indicações do que terá animado o legislador na elaboração deste diploma: «O Governo entende, por isso, ser necessário implementar um conjunto de medidas que promovam um contexto alinhado com as melhores práticas internacionais, mais favorável à aprovação de planos de recuperação de empresas, ao financiamento de longo prazo da atividade produtiva e à emissão de instrumentos híbridos de capitalização que facilitem a entrada de investidores que aportem capital e competências adicionais».

A grande alteração introduzida por este Decreto-Lei no regime de que curamos foi, assim, a introdução de um novo subtipo de ações preferenciais sem direito de voto, com um regime mais flexível quando comparado com o que até então existia, mas que apenas pode ser posto em prática em ações exclusivamente subscritas por investidores qualificados, e não admitidas à negociação em mercado regulamentado. Temos, portanto, e desde a publicação deste diploma, uma figura única, a das ações preferenciais sem direito de voto, mas que comporta duas modalidades distintas.

O novo modelo de ações preferenciais sem direito de voto pode sintetizar-se, ao que cremos, nas seguintes linhas de força:

1 – O novo regime apenas se aplica a ações preferenciais sem direito de voto «que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado». Assim, e apenas nestes casos:

⁴⁸ MARQUES, ELDA, *As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro*, op. cit. pp. 222 e 223.

2 – O contrato de sociedade pode prever que as ações só conferem direito ao dividendo prioritário, não participando do remanescente a atribuir a todas as ações. Prevê-se, assim, a possibilidade de o dividendo prioritário ser, ao mesmo tempo, um dividendo máximo.

3 – Pode afastar-se o regime definido no artigo 342.º, n.º 2 relativo à cumulatividade do dividendo prioritário. Além de afastar o regime, pode-se também regulá-lo de forma diversa.

5 – Pode prever-se uma conversão das ações sem voto em ordinárias, mediante a verificação de determinadas condições, desde que estejam relacionadas com a deterioração financeira da sociedade, deterioração essa que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário.

6 – Pode prever-se um número de exercícios diferente de 2, mas não superior a 5, para ocorrer a atribuição do direito de voto.

O que dizer deste regime? Resolverá a crítica da rigidez que vínhamos dirigindo à figura?

Não cremos.

Em primeiro lugar, é um regime que apenas se aplica a ações subscritas por investidores qualificados, deixando de parte as que não o sejam.⁴⁹

Em seguida, não afasta a imperatividade de nenhum dos privilégios que têm de estar associados a estas ações, abdicando, mais uma vez, de valorizar a autonomia privada.

A única exceção que poderia existir seria, porventura, a de poder ser o dividendo prioritário também um dividendo máximo, só que, cremos, o que o legislador conseguiu, nesta sede, foi o contrário da flexibilização do regime, remetendo para as considerações que acima já tecemos sobre o tema.

Ademais, mesmo do ponto de vista de coerência do preceito legislativo, não entendemos a solução prevista na alínea b) do n.º 4 do artigo 342.º, se não veja-se:

⁴⁹ O que levanta ainda a questão de saber como se garante que não sejam tais ações transmitidas, em momento subsequente, a acionistas que não sejam como tal qualificados. Sobre esta questão, e sustentando a validade de eventuais transmissões OTC, vide MARQUES, ELDA, *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015, de 6-02*, in E Depois do Código das Sociedades em Comentário, AA. VV., IDET, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 152 e 153.

O artigo 342º, nº 2 diz-nos que «O dividendo prioritário que não for integralmente pago num determinado exercício social deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que haja lucros distribuíveis, sem prejuízo do disposto no n.º 4 e de o contrato de sociedade poder prever um número de exercícios superior».

Por sua vez, o artigo 342º, nº 4, alínea a) refere: «Afastar ou regular de forma diversa do previsto no n.º 2 o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício». Ora, decorre daqui que, em relação a esta nova categoria de ações, se pode, nos termos da alínea a), afastar a cumulatividade do dividendo prioritário não pago. Ora, afastando-se esta cumulatividade, então o dividendo não pago num ano já não terá de ser pago nos anos seguintes, razão pela qual a alínea b) nos parece ser redundante⁵⁰.

A penúltima alínea também não foi, em nosso entender, suficientemente densificada, posto que a única coisa que refere é que se pode prever a conversão «nas circunstâncias especificadas», mas desde que essas circunstâncias sejam do tipo aí previsto. Ficamos, portanto, com uma dúvida, que é a de saber em que termos, que é algo diferente de em que circunstâncias, poderá operar tal conversão. Com efeito, e para dar um exemplo de relevante interesse prático, fica por dizer se tais condições têm de ser umas tais cuja verificação implique, automaticamente, a conversão, ou se, por exemplo, e com esta opção nos identificamos, além da verificação de tais condições se pode subordinar a conversão a uma deliberação da assembleia geral⁵¹. ●

⁵⁰ A não ser, é claro, que ao falar o legislador em considerar-se perdido o dividendo tal também impedisse o nascimento do direito de voto. Todavia, não cremos que tal tenha sido a intenção do legislador, sobretudo tendo em conta a alínea d) do mesmo preceito.

⁵¹ Não em substituição da verificação das condições, mas em cumulação com esta.

IX. DA RECUPERAÇÃO DO DIREITO DE VOTO – - RENUNCIABILIDADE

O

Código, já tivemos oportunidade de o referir, diz-nos que se o dividendo prioritário não for integralmente pago durante um determinado número de exercícios sociais, as ações preferenciais «passam a conferir o direito de voto».

A dúvida que este regime nos causa, com efeito, é a de saber se será de entender que tal atribuição é automática, e independente da vontade do próprio sócio, ou se, pelo contrário, pode o mesmo opor-se a tal efeito⁵². Na doutrina portuguesa que tivemos oportunidade de consultar, não apreendemos, em qualquer obra, discussão idêntica. O problema, porém, é que entendemos dever ser importante equacionar a existência de situações em que a recuperação de tal direito de voto possa jogar contra o próprio acionista, se não vejamos um exemplo concreto:

Um sócio dispõe de 4.000.000 dos 10.000.000 de ações ordinárias da sociedade anónima aberta Y.

Dispõe ainda de 6.500.000 dos 10.000.000 de ações preferenciais sem direito de voto da mesma sociedade.

Vejamos o que nos diz o artigo 187º, n.º 1 e 2 do Código dos Valores Mobiliários:

«Artigo 187.º

Dever de lançamento de oferta pública de aquisição

1 – Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

⁵² Achamos interessante uma hipótese aventada por VENTURA, RAÚL, *Estudos vários sobre sociedades anónimas*, op. cit., p. 445 para o caso de se entender, o que o autor não defende, que a recuperação de direito de voto implicaria a suspensão dos privilégios inerentes a estas ações: «Se esta opinião não fosse válida, então eu teria que interpretar a lei no sentido de a atribuição do direito de voto, nas referidas circunstâncias, não ser automática, antes resultando da falta de pagamento do direito prioritário apenas um direito para os accionistas de, por meio de assembleia especial, optarem pela manutenção dos privilégios ou pelo direito de voto».

2 – Não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo».

Imagine-se, portanto, que o acionista de que agora tratamos conseguiu, nos termos do número 2, fazer prova de que não tinha o domínio da sociedade visada (posto que tinha apenas 40% dos votos). Se a sociedade em causa estiver dois anos sem pagar o dividendo prioritário, fica o acionista automaticamente com 10.500.000 dos 20.000.000 de votos⁵³, o que representa 52,5% dos direitos de voto, implicando o dever de lançar uma OPA. Cremos não se justificar despende um só segundo a explicar a seriedade das consequências daqui potencialmente decorrentes. O que tal permite, com efeito, é que o remédio que a lei impõe para tutela dos sócios sem voto possa, nestes casos, funcionar contra eles.

Bem sabemos, é certo, que o artigo 190.º do Código dos Valores Mobiliários permite ao sócio obter a suspensão de tal dever, por 120 dias, devendo, em tal prazo, garantir que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites do artigo 187.º. O que não se vislumbra é porque não há de poder o acionista renunciar a um remédio que a lei lhe confere, para sua proteção, mas que acaba por funcionar contra si.

Não se ignora, porém, que no novo regime aplicável às ações subscritas exclusivamente por investidores qualificados o número de anos sem pagamento de dividendos pode ir até 5, o que poderá ajudar a mitigar o problema que agora expomos. Todavia, podia e devia, em nossa opinião, ter-se ido mais longe, deixando à autonomia privada das partes a possibilidade de arranjar outros expedientes e mecanismos de proteção face ao não pagamento do dividendo, que não o da atribuição automática e obrigatória do direito de voto⁵⁴.

Entendendo-se, porém, que a atribuição do direito de voto é automática e irrenunciável, restará, numa tentativa de mitigar o problema, um eventual recurso ao artigo 384.º, 2, b). ●

⁵³ Admitindo que não existem nesta sociedade tetos de voto.

⁵⁴ Para uma interpretação, neste âmbito, que não podemos acompanhar, vide FERREIRA, MANUEL REQUICHA, *Comentário às intervenções "Ações Preferenciais: Reforma Anunciada" e "Concorrência de Deveres de Comunicação Relativa à Aquisição de Ações"*, in E Depois do Código das Sociedades em Comentário, IDET, Almedina, Coimbra, 2016, p. 193.

X. CONVERSÃO FORÇADA DE AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO EM AÇÕES ORDINÁRIAS

Tendo já curado, ao longo da nossa exposição, da emissão e de alguns aspetos, por impossibilidade de abordar todos, da vida das ações preferenciais sem direito de voto, importaria agora abordar as formas de extinção destas ações. Isto dito, porém, e por serem muitas dessas formas comuns aos vários tipos de ações, curaremos apenas da possibilidade de extinção das ações preferenciais sem direito de voto através da sua conversão em outra categoria de ações, *maxime*, em ações ordinárias.

O Código das Sociedades Comerciais trata, no artigo 344.º, da conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto. Nele nos é dito, em suma, que a conversão se faz mediante deliberação da assembleia geral, operando-se a conversão, em concreto, «a requerimento dos acionistas interessados, no período fixado pela deliberação, não inferior a 90 dias a contar da publicação desta, respeitando-se na sua execução o princípio da igualdade de tratamento».

Ora, parece assim claro que a lei, numa situação algo estranha naquilo que constitui o padrão nas sociedades anónimas, trata de exigir, para a conversão de ações ordinárias em ações sem direito de voto, não só a maioria alargada necessária para a alteração estatutária, como também a manifestação de vontade de cada sócio.

O que a lei não trata, porém, é da possibilidade de conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ações ordinárias. Resta, nesta sede, procurar saber se estaremos aqui perante uma lacuna ou se foi mesmo intenção do legislador impedir a conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ordinárias.

Pendemos, com grande convicção, para a primeira hipótese. Por não vislumbrarmos, nesta sede, qualquer causa para impedir, por força de lei, a conversão inversa à prevista no artigo 344.º, não vemos como possa ser dada a esta falta de previsão legal o sentido proibitivo de tal operação. Mas mais. Com a reforma de 2015, e ainda que sujeita ao campo de aplicação limitado que já tivemos oportunidade de referir, as novas ações detidas exclusivamente por investidores qualificados podem, nos termos do artigo 342.º, n.º 4, c), ser convertidas em ações ordinárias, mediante a verificação das circunstâncias especificadas nas condições da emissão, desde que relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade, deterioração essa que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário. É assim que, neste caso, a lei admite até uma conversão automática. Ora, se deste preceito decorre que uma conversão automática nos

termos aí previstos apenas pode ser estabelecida para ações subscritas por investidores qualificados, já nos parece que uma conversão casuística, deliberada pelos sócios, sempre poderá ocorrer, em quaisquer circunstâncias⁵⁵.

Dado como assente, como damos, que não se levantam ponderosas razões que nos levem a defender a impossibilidade de conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ações ordinárias, cumpre, nesta sede, arranjar solução para o vazio legal inerente a tal operação.

Defendemos, em primeiro lugar, a possibilidade de aplicação, por analogia, do regime previsto para a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto. Assim, e ao abrigo deste regime, a conversão de ações preferenciais sem direito de voto seria decidida pela assembleia geral, sem necessidade de aprovação em assembleia especial, dependendo a conversão da iniciativa voluntária e espontânea de cada titular de ações preferenciais sem direito de voto.⁵⁶

A questão que se coloca, em nosso entender, é se devemos, ou não, ir mais longe.

Com efeito, entendemos ser de ponderar a possibilidade de conversão que se processe através de uma aprovação por maioria qualificada em assembleia geral, seguida de uma aprovação também ela por maioria qualificada em assembleia especial, impondo-se, assim, a vontade da maioria à dos restantes sócios.

A grande questão com que aqui nos deparamos, parece-nos, será a de saber se uma conversão como a que agora propomos poderá ser vista como uma mera limitação ou supressão de direitos especiais, caso em que resolveremos o nosso problema com uma aprovação em assembleia especial, ou se já estaremos, neste caso, perante uma qualquer alteração mais profunda e para a qual, mais do que uma aprovação maioritária, já necessitaríamos da aprovação individual de cada um dos sócios.

A opção por uma conversão assente num princípio maioritário não é estranha ao nosso direito societário. Com efeito, o artigo 346.º, n.º 6 refere que «O reembolso

⁵⁵ Entendemos, com efeito, haver ponderáveis argumentos neste sentido. As «circunstâncias (...) relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário» serão, com elevada probabilidade, fixadas com recurso a rácios financeiros e desenvolvidas fórmulas matemáticas de cálculo, o que pode eventualmente aconselhar a que esta possibilidade permaneça restrita aos tais investidores qualificados.

⁵⁶ Assim também MARQUES, ELDA, *Comentário ao artigo 344º*, in Código das Sociedades Comerciais em Comentário, AA. VV., Org. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, p. 707.

é definitivo, mas as acções de fruição podem ser convertidas em acções de capital, mediante deliberações da assembleia geral e da assembleia especial dos respectivos titulares, tomadas pela maioria exigida para alteração do contrato de sociedade».⁵⁷

A nossa lei permite, portanto, que por deliberação maioritária⁵⁸ se altere a categoria de ações detidas pelos sócios, implicando esta alteração, no caso das ações de fruição, a retenção do valor de dividendos necessário até se atingir o valor reembolsado.

Como tomar, assim, posição no assunto de que agora curamos?

Em primeiro lugar, não temos dúvidas de que a lei expressamente permite que, por deliberação meramente maioritária⁵⁹, se coartem direitos especiais.

Sucede, porém, que não permite que se retire o direito de voto se não se der, em troca, os dois direitos especiais que referimos. Poderíamos, assim, entender que uma deliberação que se limitasse a suprimir o dividendo e o reembolso prioritários seria nula por violação de preceito legal imperativo. Não cremos.

Com efeito, e desde logo, existem bons argumentos *de jure condendo* para se defender a possibilidade de uma conversão em ações ordinárias mediante deliberações em assembleia geral e em assembleia especial^{60/61}.

É que, com efeito, a situação com que nos deparamos é substancialmente diferente da oposta. De facto, atribuir o direito de voto como consequência imperativa

⁵⁷ Repare-se, a este propósito, que mesmo a criação de ações de fruição, através da chamada «amortização sem redução do capital social», mais não é, materialmente, que uma conversão de ações em ações de uma categoria diversa.

⁵⁸ Por maioria qualificada.

⁵⁹ Dizemos meramente maioritária por oposição à necessidade de uma decisão unânime, sabendo embora que a maioria aqui exigida é qualificada.

⁶⁰ Em sentido idêntico, CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Ações preferenciais sem voto*, op. cit. pp. 311 ss., ainda que o autor acrescenta a necessidade de se obter, também, aprovação em assembleia especial de acionistas *ordinários*, em clara violação, em nossa opinião, do artigo 389.º, n.º 3. Assim também, ainda que algo dubitativo, VIEIRA PERES, em PERES, J.J. VIEIRA, *Acções preferenciais sem voto*, op. cit., p. 397, nota 203. Como refere o autor «Se se admite que os direitos especiais de uma categoria de acções possam ser limitados ou coarctados pela assembleia geral, obtida igual aprovação da assembleia especial prevista nos artigos 24.º, n.º 6 e 389.º, também se há-de permitir que, nos mesmos termos, seja feita a conversão apontada».

⁶¹ Parecendo não aceitar tal conversão, ainda que com recurso a argumento que, para nós, não é de subscrever, VENTURA, RAÚL, *Estudos vários sobre sociedades anónimas*, op. cit., p. 450.

da retirada de direitos especiais não é a mesma coisa que a retirada do direito de voto, ainda que em troca de privilégios patrimoniais.

Todo o regime imperativo das ações preferenciais sem direito de voto assenta na ideia de que o direito de voto é um direito particularmente importante, que não pode ser retirado sem que sejam concedidos privilégios patrimoniais, e sem que o sócio concorde em ficar privado desse direito. Ao não se exigir uma adesão individual de cada sócio, poderíamos ter aqui uma forma particularmente fácil de tornar silenciosa uma minoria de acionistas, retirando-lhes aquele que é, sem dúvida, o direito não patrimonial mais importante.

Do que também não há dúvidas, porém, é de que a lei sujeita ao princípio maioritário a limitação ou supressão de direitos especiais.

Entendemos, assim, e retomando o raciocínio que iniciámos há pouco, que uma deliberação tomada em assembleia geral e em assembleia especial que importe a eliminação dos direitos especiais inerentes a estas ações não é nula, mas antes tem, como consequência automática, operando *ope legis*, a recuperação do direito de voto.

Com efeito, não estaremos aqui verdadeiramente perante uma conversão, como acontece na alteração inversa, mas sim perante uma consequência necessária e imediata que a lei atribui a uma deliberação que expressamente admite – a da eliminação dos direitos especiais.

Isto dito, porém, entendemos que tem nesta sede plena aplicação o raciocínio expandido por Elda Marques⁶², ainda que referindo-se a uma hipótese de conversão operada por força de previsão estatutária, que também admitimos, segundo o qual tal conversão terá apenas eficácia *ex nunc* em relação ao dividendo prioritário que eventualmente esteja em atraso. ●

⁶² MARQUES, ELDA, *Comentário ao artigo 344º*, op. cit., p. 710.



A sensibilidade do indivíduo face a ganhos ou perdas nos mercados financeiros

DIOGO RIBEIRO¹, Corresponding author e-mail: diogobarros@ua.pt

MARA MADALENO¹, ^aamaramadaleno@ua.pt

ANABELA BOTELHO¹, ^bbanabela.botelho@ua.pt

JÚLIO LOBÃO², ^ccjlobao@fep.up.pt

¹ Research Unit on Governance, Competitiveness and Public Policies (GOVCOPP), Department of Economics, Management, Industrial Engineering and Tourism (DEGEIT), University of Aveiro, Campus Universitário de Santiago, 3810-193 Aveiro, Portugal.

² School of Economics and Management, University of Porto, R. Dr. Roberto Frias, 4200-464 Porto, Portugal.



RESUMO

Para compreender as decisões dos indivíduos nos mercados financeiros é fundamental perceber como se comportam em cenários de incerteza. Assim, neste estudo desenvolvemos uma medida de tolerância ao risco e à perda. A partir de uma análise fatorial exploratória e do método de equações estruturais avaliamos a relação entre um conjunto de variáveis que captam a sensibilidade do indivíduo, face à possibilidade de ganhos ou de perdas nos mercados financeiros gerando duas variáveis latentes (grau de aversão ao risco e grau de aversão à perda). Por fim, analisamos a relação entre as duas medidas e um conjunto de variáveis apontadas pela literatura como explicativas (género, idade, condição laboral, escolaridade e rendimento). Concluimos que ser do género masculino e ter uma condição laboral caracterizada por responsabilidade e rendimentos elevados diminuem a aversão ao risco, enquanto a idade aumenta a aversão ao risco. Quando analisamos a aversão à perda verificamos que os homens são menos avessos à perda e que o aumento da escolaridade conduz à diminuição da aversão à perda, sendo que a idade aumenta. Os nossos resultados sugerem a existência de diferenças significativas na aversão ao risco e à perda em função do género, idade, rendimento e escolaridade, corroborando a literatura existente. Também evidenciamos que os indivíduos investidores têm comportamentos diferentes dos não investidores, sendo assim resultados relevantes para auxílio na tomada de decisão por parte dos indivíduos nos mercados financeiros.

PALAVRAS-CHAVE

AVERSÃO AO RISCO; AVERSÃO À PERDA;
ANÁLISE FATORIAL;
TEORIA DE PERSPETIVA

AGRADECIMENTOS

Este trabalho foi apoiado pela unidade de investigação em Governança, Competitividade e Políticas Públicas (UIDB/04058/2020), financiada por fundos nacionais através da Fundação para a Ciência e a Tecnologia I.P.. O Diogo Ribeiro agradece ainda o suporte financeiro concedido pela Universidade de Aveiro através da Bolsa de Doutoramento Ref.: BD/REIT/8715/2019. Agradecemos ainda o acesso concedido pela CMVM à base de dados “Inquérito online de 2018 ao investidor português” (Gabinete de Estudos da CMVM, 2019) para que este trabalho seja possível e aos revisores pelas sugestões de melhoria. ●

1. INTRODUÇÃO

Para entender as decisões que os indivíduos tomam nos mercados financeiros é fundamental perceber como estes se comportam face a cenários de incerteza. Na literatura existe um debate aceso sobre como a aversão ao risco e à perda influenciam as decisões dos indivíduos. Para avaliar como as decisões dos indivíduos são influenciadas pelo grau de aversão ao risco e pelo grau de aversão à perda é fundamental quantificá-las. Apesar de não existir um consenso claro sobre o melhor processo e método para aferir o grau de aversão ao risco (Harrison e Rutström, 2008; Zhou e Hey, 2018) alguns resultados têm vindo a ganhar relevo na literatura (por exemplo: os homens são menos avessos quando comparados com as mulheres (Ardehali, Paradi e Asmild, 2005); a idade aumenta a aversão ao risco (Kettlewell, 2019)).

Neste trabalho propomo-nos analisar a aversão ao risco e à perda no contexto dos mercados financeiros. Deste modo, o primeiro contributo deste trabalho consiste em desenvolver duas variáveis que vão servir de variáveis independentes, para que posteriormente possam ser usadas para explicar as decisões financeiras relacionadas como os mercados financeiros (MF). É expectável que estas variáveis sejam sensíveis ao comportamento dos indivíduos, possibilitando a criação de uma proxy para medir o comportamento dos indivíduos em cenários de ganhos ou perdas, uma vez que segundo Kahneman e Tversky (1979), o comportamento dos agentes muda de acordo com cada um desses dois cenários.

O presente trabalho propõe um novo modelo de quantificação da tolerância ao risco e à perda que permita a avaliação do perfil do indivíduo, contribuindo assim com uma nova metodologia. Para além desta nova metodologia de quantificação proposta, utilizamos dados de um questionário único realizado em Portugal que permite capturar variáveis sociodemográficas, características, comportamentos e atitudes dos indivíduos em situações de investimento e decisão. Com o intuito de validar ou refutar resultados prévios apresentados pela literatura sobre o tema, são testadas hipóteses e é avaliada a relação entre um conjunto de variáveis que captam a sensibilidade do indivíduo, face à incerteza de ganhos ou de perdas nos mercados financeiros, gerando variáveis latentes (grau de aversão ao risco e grau de aversão à perda). Posteriormente, analisamos a relação entre essas duas variáveis latentes e um conjunto de variáveis apontadas pela literatura como explicativas (género, idade, condição laboral, escolaridade e rendimento). É importante ainda referir que o estudo é aplicado a um mercado de capitais pequeno e ilíquido, o que certamente influencia o grau de aversão ao risco e o grau de aversão à perda dos indivíduos. Adicionalmente, Portugal tem sido identificado na literatura como um dos países onde os investidores evidenciam maior *home bias* (Darvas e Schoenmaker, 2018).

Deste modo, a nossa abordagem passa por contribuir com um processo simples que permita avaliar o grau de aversão ao risco e à perda, contextualizados em cenários do mercado financeiro, analisando-se questões simples que captam a sensibilidade do indivíduo face à possibilidade de ganhos e perdas financeiras. Estas medidas foram geradas a partir de respostas dadas a questões que avaliam a sensibilidade do indivíduo face à presença de perdas ou ganhos financeiros. Trabalhos como os de Dohmen et al. (2005), Cooper, Kingyens e Paradi (2014), Ribeiro, Madaleno e Botelho (2018), Burke, Segrin e Farris (2018) e Gagnon e Garst (2019), usaram abordagens com base em entrevistas e questionários para aferir sobre o grau de aversão ao risco dos indivíduos. Os inquiridos tinham de responder a questões onde as respostas eram ordenadas em escalas do tipo 1 a 5 (1 = discordo totalmente e 5 = concordo totalmente). Posteriormente, essas respostas eram analisadas por ferramentas diversas como a análise fatorial confirmatória (Gagnon e Garst, 2019), Data Envelopment Analysis (Cooper, Kingyens e Paradi, 2014; Ribeiro, Madaleno e Botelho, 2018) e modelos de equações estruturais (Burke et al., 2018). Dada esta variedade de opções, para gerar a medida de aversão ao risco e à perda no presente trabalho, recorremos a dois processos metodológicos distintos. Inicialmente utilizamos uma análise fatorial exploratória e, posteriormente, o método de equações estruturais, permitindo-nos validar a estrutura proposta. A robustez das medidas aqui utilizadas é validada através das duas metodologias.

Finalmente, avaliamos a relação entre as medidas propostas de aversão ao risco e à perda com um conjunto de variáveis apontadas pela literatura como explicativas, com o objetivo de validar a relação de causalidade entre as variáveis (género, idade, escolaridade, condições laborais, rendimento e uma variável de controlo que capta se o indivíduo é ou não investidor). Concluímos que os nossos resultados corroboram a literatura validando as nossas medidas. De facto, as medidas aqui propostas captam o grau de aversão ao risco e à perda dos indivíduos, podendo ser utilizadas para analisar a tomada de decisões financeiras contextualizadas no âmbito dos mercados financeiros. Este trabalho permite retirar ilações importantes sobre o comportamento dos indivíduos nos mercados financeiros face ao risco e à perda, facilitando o entendimento sobre o comportamento dos agentes.

O resto do trabalho desenvolve-se do seguinte modo. A secção 2 apresenta uma breve revisão da literatura sobre a forma de medição da aversão ao risco e aversão à perda que tem sido usada na literatura, e como os autores têm evidenciado os impactos ao nível do comportamento do investidor individual em diferentes cenários. A secção 3 expõe os dados e a metodologia, enquanto a secção 4 discute os resultados empíricos. Finalmente, a secção 5 conclui este trabalho. ●

2. REVISÃO DA LITERATURA

N

a literatura existe um debate ativo sobre como a aversão ao risco e à perda influenciam as decisões dos indivíduos, sendo que o grau de aversão ao risco e à perda são características fundamentais para perceber as decisões por eles tomadas. Apesar de não existir uma metodologia clara na literatura para eliciar as atitudes ao risco dos indivíduos, é fundamental compreender a sua tolerância ao risco para perceber o processo de tomada de decisões financeiras. Neste ponto vamos apresentar alguns estudos relacionados com o tema da aversão ao risco e à perda em diferentes cenários, bem como diferentes metodologias de eliciação das atitudes ao risco e à perda.

Sendo o primeiro objetivo deste trabalho o de desenvolver uma metodologia simples que permita quantificar a aversão ao risco e a aversão à perda, através da metodologia proposta será possível extrair duas variáveis que serão sensíveis ao comportamento dos indivíduos. Isto possibilitou a criação de uma *proxy* para medir o comportamento dos indivíduos em cenários de ganhos ou perdas nos mercados financeiros. Segundo Kahneman e Tversky (1979), o comportamento dos agentes altera de acordo com a possibilidade de ganhos ou perdas. Assim, o perfil de risco dos indivíduos, pela teoria de perspectiva (TP), apresenta uma função que em cenários de ganhos é côncava, e não tão inclinada, e em caso de perdas é uma função convexa e mais inclinada. Este tipo de função sugere que os agentes face a situações de ganhos são avessos ao risco e quando expostos a cenários de perdas são propensos ao risco. Assim, a TP assenta em três características: i) ponto de referência: mostra que um indivíduo avalia as consequências, sejam elas monetárias ou não, a partir de um determinado nível que serve como padrão, sendo diferente de indivíduo para indivíduo em função das preferências e do contexto do problema; ii) sensibilidade decrescente de ganhos/perdas: a função valor da TP afirma que os indivíduos atribuem percepções decrescentes do retorno, tanto para ganhos como para perdas; iii) aversão à perda: consiste no facto de a função valor ser mais íngreme para as perdas do que para os ganhos.

Abdellaoui, Bleichrodt e L'Haridon (2008) desenvolveram um método eficiente para medir a utilidade sob a TP. Após a aplicação do método verificaram empiricamente que a busca por riscos e a utilidade côncava podem coincidir com a TP. List (2004) encontra evidência de que a TP organiza adequadamente o comportamento entre investidores inexperientes; porém, refere também que os investidores com intensa experiência de mercado comportam-se em grande parte de acordo com as previsões neoclássicas. Dimmock e Kouwenber (2010) analisaram as decisões de investimentos das famílias tendo por base a TP, focando a aversão à perda em relação a um ponto de referência. Campos-Vazquez e Cuijty (2014) mediram a aversão ao risco e à perda usando a TP e examinaram o impacto das emoções nesses parâmetros.

Talpsepp, Vlcek e Wang (2014) descobriram que, tanto no mercado de ações como em experiências laboratoriais, os investidores comportam-se de maneira diferente, dependendo se os seus investimentos são em ganhos ou perdas, sendo que a justificação para este resultado assenta na TP. Tal como nos estudos mencionados, referimos que a TP ajusta-se ao comportamento de tomada de decisões financeiras em contexto de incerteza assumindo que os indivíduos têm comportamentos diferentes perante ganhos e perdas. De facto, nos últimos anos assistimos a um crescimento do número de artigos que utilizam a TP para explicar as decisões financeiras dos indivíduos, demonstrando a sua relevância e importância na explicação das decisões dos indivíduos (Barberis, 2013; Abreu e Mendes, 2020).

2.1. Aversão ao Risco

Os indivíduos são confrontados todos os dias com diversas decisões em contexto de incerteza. Desta forma, a tolerância ao risco é uma medida que guia o indivíduo na tomada de decisão quando este está perante um resultado incerto (Thomas, 2016). Então, compreender o perfil de risco dos indivíduos torna-se relevante quando analisamos os comportamentos e determinadas decisões tomadas pelos agentes. Contudo, o tema da tolerância ao risco é discutido na literatura, sendo perceptível que ainda não existe um consenso sobre qual será a metodologia mais adequada para estimar a aversão ao risco. Todavia, têm sido realizados esforços para quantificar da melhor maneira o grau de aversão ao risco (Harrison e Rutström, 2008; Zhou e Hey, 2018). Uma das metodologias amplamente usadas na literatura consiste no método *Multiple Price List* (MPL) que teve o seu principal destaque com o trabalho realizado por Holt e Laury (2002).

Holt e Laury (2002) apresentaram um instrumento simples usando uma MPL para quantificar a aversão ao risco dos indivíduos. O instrumento consistia em duas lotarias ordenadas, onde os indivíduos tinham de escolher uma delas perante dez decisões. As duas lotarias eram diferentes, sendo que a lotaria A apresentava dois prémios com menor amplitude entre eles comparativamente com a lotaria B. Desta forma, a lotaria B tornava-se mais arriscada que a lotaria A, pois apresentava maior variabilidade nos resultados. Assim sendo, puderam observar as preferências por risco quando, em determinado momento, os indivíduos deixaram de optar pela opção mais segura e começaram a optar pela mais insegura, revelando o seu perfil de risco. Não obstante, na literatura encontramos diversas técnicas de eliciação das atitudes ao risco dos indivíduos. Associadas aos diferentes métodos de eliciar as atitudes em relação ao risco podemos identificar algumas técnicas de recolha de dados, nomeadamente, questionários, entrevistas e o desenvolvimento de experiências laboratoriais. Na literatura encontramos estudos que usaram abordagens com base em entrevistas e questionários para aferir sobre a aversão ao risco dos indivíduos (Dohmen et

al., 2005; Cooper, Kingyens e Paradi, 2014; Ribeiro, Madaleno e Botelho, 2018; Burke, Segrin e Farris, 2018; e Gagnon e Garst, 2019).

Outras técnicas possuem como procedimentos a realização de experiências laboratoriais, como *Multiple Price List* (MPL), *Random Lottery Pairs* (RLP), *Ordered Lottery Selection* (OLS), *Becker-DeGroot-Marschak* (BDM) e *the Trade-Off* (TO). Na literatura encontramos trabalhos que utilizaram essas abordagens (Botelho et al., 2005; Harrison et al., 2007; Harrison e Rutström, 2008; Holt e Laury, 2002, 2005; Noussair e Wu, 2006; Caracciolo et al., 2019; Lichters, Wackershauser, Han e Vogt, 2019). Não obstante, Nosić e Weber (2010) evidenciaram que os determinantes do comportamento de risco no domínio de investimentos numa lotaria não se refletem nos riscos em investimentos em ações e vice-versa. Verificaram que medir as atitudes de risco usando uma abordagem de lotaria é, portanto, desadequada se queremos prever o comportamento de correr riscos no domínio do mercado de ações.¹

Dohmen et al. (2010), Guiso et al. (2018) e Abreu e Mendes (2020) utilizaram na criação da base de dados um misto de diversas técnicas de recolha de dados, possibilitando uma melhor base de análise para retirar conclusões. A utilização de processos mistos de recolha de dados e eliciação das atitudes ao risco pode ajudar a eliminar as debilidades de cada um dos métodos em separado.

Fellner e Maciejovsky (2007) relacionaram a atitude de risco individual, provocada pelas escolhas binárias da lotaria, ao comportamento do mercado. Constataram que as opções binárias de lotaria são sistematicamente correlacionadas com o comportamento do mercado: quanto maior o grau de aversão ao risco, menor a atividade de mercado observada. Concluíram que as mulheres são mais avessas ao risco do que os homens, enviam menos ofertas e envolvem-se com menos frequência em negociações. Sohn (2019) analisou um conjunto de dados de indivíduos da Indonésia, explorando se a ordem aleatória de dois conjuntos de perguntas influencia as preferências de risco. Constatou que homens e mulheres se tornaram mais tolerantes ao risco depois de responderem a qualquer conjunto de perguntas. Apontou como principal explicação o desvio familiaridade², referindo que a familiaridade produz a ilusão de controlo e aumenta a confiança em si mesmo.

¹ A forma de eliciação e escala pode levar a diferentes resultados.

² Desvio de familiaridade - consiste na escolha dos ativos que lhe sejam mais familiares (Heath e Tversky, 1991). Huberman (2001) encontrou evidências convincentes de que as pessoas investem nos ativos familiares e ignoram os princípios da teoria da carteira. O desvio de familiaridade está associado a uma sensação geral de conforto com o conhecido e de desconforto com o desconhecido.

Sakha (2019) estudou os determinantes na mudança no nível de aversão ao risco individual ao longo do tempo. Constatou que choques macroeconómicos e microeconómicos têm um impacto significativo na aversão ao risco. Refere que a aversão ao risco aumenta à medida que aumenta o número de choques negativos de nível micro. Kettlewell (2019) estudou a relação dinâmica entre eventos comuns da vida (mudanças nas circunstâncias financeiras, paternidade e perda de familiares) e preferências de risco. Constataram que a estabilidade emocional é um moderador influente, sugerindo que as emoções desempenham um papel importante. Verificaram que as mudanças favoráveis nas finanças estão associadas a uma maior disposição para assumir riscos; já as mudanças desfavoráveis nas finanças, paternidade e luto estão associadas a uma maior aversão ao risco.

Outro aspeto que influencia a aversão ao risco consiste na incerteza do mercado laboral, dado que procurar um emprego, ou mudar de emprego, envolve custos e recompensas incertas e, portanto, podem ser considerados como uma atividade de investimento arriscada. Huizen e Alessie (2019) examinaram a relação entre aversão ao risco e mobilidade no trabalho. Constataram que os trabalhadores avessos ao risco têm menos probabilidade de se mudar para outros empregos. Os resultados são mais fortes para os trabalhadores do sexo masculino e para os trabalhadores que possuem um contrato permanente. Di Mauro e Musumeci (2011) estudaram se os funcionários cujos rendimentos têm uma componente variável devem exibir menor aversão ao risco do que os que recebem rendimento fixo. Verificaram que quanto maior a aversão, menor a probabilidade de ser um trabalhador de rendimento variável. Ekelund, Johansson, Järvelin e Lichtermann (2005) estudaram se os indivíduos que apresentam menor grau de aversão ao risco têm maior probabilidade de trabalhar por conta própria. Concluíram que a aversão ao risco tem um efeito significativo e economicamente relevante na probabilidade de trabalhar por conta própria.

No entanto, a tolerância ao risco dos indivíduos está presente em todas as áreas; por exemplo, segundo Goldbach e Schlüter (2018), as preferências e decisões de migração estão ligadas ao perfil de tolerância ao risco. Constataram que os indivíduos que migram são menos avessos ao risco. De facto, todas as decisões em contexto de incerteza são influenciadas pelo perfil de risco dos indivíduos. Assim, para perceber as decisões económicas é fundamental quantificar o seu grau de aversão ao risco.

Da seguinte maneira, a literatura aponta como principais variáveis explicativas do grau de aversão ao risco as variáveis que a seguir se expõem, na forma de hipóteses a serem testadas:

Hipótese 1.

Género - o género masculino será mais propenso ao risco do que o género feminino.

Ardehali, Paradi e Asmild (2005) encontraram evidência de que os homens são menos avessos ao risco do que as mulheres. Eckel e Grossman (2008) mediram as atitudes ao risco de estudantes universitários dos sexos masculino e feminino e os seus resultados mostraram que as mulheres são relativamente mais avessas ao risco do que os homens. Este facto pode justificar a falta de confiança das mulheres em algumas situações, levando a comportamentos de menor disponibilidade em correr riscos. Dohmen et al. (2005) observaram que as mulheres estão menos dispostas a correr riscos do que os homens, independentemente da idade dos indivíduos. Fellner e Maciejovsky (2007) referem que as mulheres são mais avessas ao risco do que os homens. Sarin e Wieland (2016) constataram que as mulheres são mais avessas ao risco do que os homens nas apostas objetivas de probabilidade (games of chance). Contudo, as diferenças de género na aversão ao risco podem depender da fonte de incerteza. Kettlewell (2019) verificou que os homens são menos avessos ao risco.

Hipótese 2.

Idade - com o aumento da idade os indivíduos têm tendência a estar menos dispostos a arriscar, dada a diminuição das capacidades cognitivas e da sua saúde.

Persico, Postlewaite e Silverman (2004) observaram que com o aumento da idade existe um aumento do conservadorismo financeiro evidenciando, assim, uma maior aversão ao risco. Edwards (2008) apura que, a par do aumento da idade, existe um aumento da preferência por ativos mais seguros, justificado pela maior fragilidade em relação à saúde. Destaca ainda que o idoso solteiro tem um comportamento mais avesso ao risco do que um idoso casado. Paisson (1996) verificou que o aumento da idade leva ao aumento da aversão ao risco. Kettlewell (2019) averiguou que a relação entre a idade e o grau de aversão ao risco é negativa e significativa.

Hipótese 3.

Emprego - Os indivíduos com situações laborais mais responsáveis estarão dispostos a incorrer em riscos superiores.

Acreditamos que os indivíduos, de acordo com as condições laborais (cada condição laboral apresenta diferentes níveis de responsabilidade, sendo que o mais responsável é o trabalhador por conta própria, seguindo-se o trabalhador

por conta de outrem, o desempregado, etc.), tenham diferentes níveis de tolerância ao risco. Pannenberg (2010) constatou que a aversão ao risco é predominante entre os desempregados e existe uma relação significativamente negativa entre a aversão ao risco individual e os salários de reserva³. Ekelund et al. (2005) constataram que quanto menor a aversão ao risco, maior a probabilidade de trabalhar por conta própria. Huizen e Alessie (2019) referem que os indivíduos mais avessos ao risco têm menor probabilidade de mudar de trabalho.

Hipótese 4.

Escolaridade - Níveis superiores de educação devem-se refletir numa maior disponibilidade para incorrer em risco.

Ardehali et al. (2005) encontraram evidência de que o nível de educação aumenta a disponibilidade de tolerância ao risco. Miyata (2003) observou que a aversão ao risco relativa diminui com o nível de educação. Knight et al. (2003) concluíram que quanto maior for o nível de educação maior será a disponibilidade para incorrer em risco, o que se reflete numa maior aversão ao risco. Dohmen et al. (2005) afirmam que, com o aumento da formação dos indivíduos, a aversão face ao risco será menor. O aumento da educação e da experiência dos indivíduos proporciona maior disponibilidade para incorrer em riscos, diminuindo a aversão em relação ao risco (Chaulk et al., 2003; Finke e Huston, 2003; Grable, 2000).

Hipótese 5.

Rendimento - Quanto maior o rendimento, menor a aversão ao risco.

Ardehali et al. (2005) constataram que níveis superiores de rendimento aumentam a disponibilidade para incorrer em riscos. Ahmad (2011) constatou que existe um aumento da tolerância ao risco com o aumento do rendimento e da educação e uma descida do grau de aversão com o aumento da idade.

Apesar de serem apontados problemas aos métodos de eliciação das atitudes ao risco dos indivíduos, como a dificuldade de enquadrar o problema, Zhou e Hey (2018) salientam que os investigadores devem ser sensíveis ao cenário apresentado no problema quando pretendem eliciar as atitudes ao risco. Segundo Payne, Bettman, Coupey e Johnson (1992) o processo de tomada de decisão é

³ Salário de reserva é o nível de salário mais baixo para o qual um trabalhador estaria disposto a aceitar um determinado tipo de trabalho.

construtivo, podendo estar condicionado às estratégias (oportunistas) que resultam da análise de informação presente. Assim, as preferências podem ser suscetíveis ao tipo de decisão e cenário envolvente. Uma das decisões que é afetada pelo grau de aversão ao risco é o investimento nos mercados financeiros. Stålnacke (2019) utilizou uma medida de atitude ao risco (baseada numa MPL) para analisar as decisões financeiras relativas ao mercado de ações, à confiança nessas expectativas e ao risco e retorno das suas carteiras de ações. Lee, Rosenthal, Veld e Veld-Merkoulova (2015) referem que a probabilidade de investir em ações está positivamente relacionada com o retorno esperado do mercado e negativamente com a aversão ao risco. Viceira (2001) indica que a aversão ao risco é um dos fatores que influencia a construção de portfólios pelo indivíduo. Zhang e Qiu (2019) constataram que os indivíduos com menor tolerância ao risco têm preferências por mercados menos arriscados. Contudo, os indivíduos mais tolerantes ao risco tendem a diversificar mais a carteira.

Encontramos evidência que nos permite validar teoricamente cinco hipóteses ligadas ao impacto das variáveis no perfil de risco dos indivíduos, como também evidenciamos que a aversão ao risco pode ser sensível ao cenário, o que chama a atenção para o contexto que desejamos medir. Logo, neste estudo vamos analisar como as variáveis género, idade, escolaridade, condição laboral e rendimento afetam a aversão ao risco em cenários financeiros (mercados financeiros). Destacamos que o entendimento da tolerância ao risco pode acrescentar diversos contributos à compreensão das decisões no mercado financeiro.

2.2 Aversão à Perda

A aversão ao risco não é o único aspeto que afeta as escolhas dos indivíduos em cenário de incerteza. Tal como referimos no ponto anterior, de acordo com o cenário, o grau de aversão ao risco pode ser alterado. Porém, se estivermos perante cenários de possíveis perdas e ganhos, o comportamento dos indivíduos não será sensível apenas à aversão ao risco, mas sim também à aversão à perda. Deste modo, quantificar a aversão à perda torna-se fundamental para perceber as preferências dos indivíduos em cenário de incerteza. Ert e Erev (2008) verificaram que a maneira como abordamos os indivíduos de forma a eliciar a tolerância à perda pode levar a resultados diferentes. Sendo assim, a tendência a exibir aversão à perda é dependente da situação e pode ser capturada com a abstração da aversão à perda como um produto da dependência da heurística⁴.

⁴ Heurísticas são processos cognitivos aplicados em decisões, são regras cognitivamente simples que levam a resultados eficientes em muitas situações, mas podem levar a desvios em alguns contextos (erros sistemáticos e previsíveis) (Tversky e Kahneman, 1974).

A aversão à perda serviu de explicação para vários desvios comportamentais identificados pelas finanças comportamentais. Por exemplo, o efeito de disposição⁵ é especialmente impulsionado pela aversão à perda (Rau, 2014).

Na literatura encontramos trabalhos que analisaram o comportamento dos indivíduos em cenários de perda. Lindsay (2019) desenvolveu um modelo comportamental para estudar como a experiência afeta a vontade de negociar, a que chamou aversão adaptativa à perda⁶. No modelo, os agentes não reconhecem que outras pessoas têm informações diferentes. Portanto, a aversão à perda torna-os cautelosos. Assim, ao negociar, isso protege-os de serem explorados por comerciantes mais bem informados.

Bateman, Kahneman, Munro, Starmer e Sugden (2005) realizaram um trabalho onde introduziram um método (colaboração contraditória) e posteriormente utilizaram esse método para discriminar entre duas hipóteses opostas a respeito das *boundary conditions* para a ocorrência de aversão à perda, um fenómeno que tem sido envolvido em alguns debates económicos. A partir de uma investigação experimental verificaram que os gastos em dinheiro são percebidos como perdas.

Mrkva, Johnson, Gächter e Herrmann (2019) relacionaram o grau de aversão à perda com idade, educação, conhecimento sobre a indústria automóvel e experiência. Eliciam a tolerância à perda a partir de um conjunto de lotarias. Verificaram que mais conhecimento e experiência específica estão associados a menor aversão à perda, embora pessoas de todos os níveis de conhecimento e experiência fossem avessas à perda no global. Também sugerem que os indivíduos mais velhos e com menos escolaridade são mais avessos à perda, sugerindo que pesquisas com estudantes podem subestimar o tamanho e a importância da aversão à perda.

Bibby e Ferguson (2011) estudaram como a alexitimia⁷ influencia a tolerância à perda. Os dados foram recolhidos a partir de uma abordagem experimental e a

⁵ Efeito de disposição é um padrão no qual os investidores tendem a vender rapidamente ativos que sofreram apreciação e tendem a reter em carteira, por um período mais longo, ativos que sofreram depreciação, sempre em relação a um ponto de referência (Odean, 1998; Shefrin e Statman, 1985).

⁶ A aversão à perda adaptativa é um modelo comportamental com três componentes. Primeiro, as crenças são baseadas num modelo simplificado do comportamento dos outros. Segundo, as decisões são determinadas pela utilidade antecipada, composta por utilidade de resultado e utilidade de perda e ganho. Em terceiro lugar, depois de realizar uma ação e receber feedback, se o nível de utilidade realizado não foi antecipado, o grau de aversão à perda é atualizado.

⁷ Alexitimia é um termo que diz respeito à dificuldade sentida em descrever emoções, sentimentos e sensações corporais.

eliciação das atitudes ao risco foi feita com base numa lotaria (onde os indivíduos não foram remunerados). Verificaram que quanto maior a pontuação da alexitimia, menor a aversão à perda, tanto para decisões sem risco quanto para decisões arriscadas. Assim, dada a importância da aversão à perda na tomada de decisão arriscada (e sem risco), os futuros modelos de tomada de decisão precisarão de levar em consideração o processamento emocional associado a essas decisões.

Wang, Rieger e Hens (2017) investigaram se existem variações transculturais de aversão à perda. Assim, o estudo testa até que ponto a cultura determina o grau de aversão à perda. Para o testarem, realizaram uma pesquisa padronizada (com base em questionários) em 53 países em todo o mundo, que inclui as perguntas da pesquisa *Hofstede*⁸ sobre dimensões culturais, bem como perguntas sobre lotaria e sobre aversão a perdas. Verificaram que maior aversão à perda está associada a maior individualismo, maior distância de poder⁹ e maior masculinidade. Polman (2012) examina se a aversão à perda seria exibida de maneira semelhante por pessoas que fazem escolhas por si mesmas e por pessoas que fazem escolhas por outras pessoas. Constataram que os indivíduos ao fazerem escolhas para os outros reduzem a aversão à perda. Xie, Hwang e Pantelous (2018) propuseram um novo método para estimar a aversão à perda conjuntamente com a aversão ao risco. Para tal, usaram várias alocações de ativos nos 31 fundos de reforma da OCDE. Constataram que a aversão à perda aumenta com a riqueza. Também verificaram que países com elevado individualismo ou masculinidade preferem ativos de alto risco e alto retorno a títulos, enquanto países que não gostam de incerteza preferem títulos a ativos de risco.

Lampe e Würtenberger (2019) realizaram uma abordagem com base nas finanças comportamentais (utilizaram TP) para explicar a baixa procura por seguro do índice de chuvas. Concluíram que o entendimento sobre seguros atenua o efeito negativo da aversão à perda na procura de seguros relativos ao índice de chuvas. De facto, o aumento da educação pode contribuir para a diminuição da aversão à perda.

Hermann (2017) examinou se a exposição pré-natal à testosterona, medida

⁸ A pesquisa Hofstede tem por base cinco dimensões culturais: distância de poder; aversão à incerteza; individualismo versus coletivismo; masculinidade versus feminilidade; e orientação de curto prazo versus longo prazo.

⁹ Distância do poder captura a relação interpessoal com base na riqueza, poder e status social em geral.

usando a razão de dedos (2D: 4D)¹⁰ como proxy, influencia o grau de aversão à perda, além de levar em consideração características pessoais que potencialmente influenciam a aversão à perda. Constatou que menor aversão à perda está associada a maior exposição à testosterona pré-natal medida pelo 2D: 4D. Contudo, essa correlação entre aversão à perda e à proporção de dígitos é válida apenas para a mão direita. Destacam que um número maior de irmãos, melhores habilidades matemáticas e ser do sexo masculino diminui o grau de aversão à perda.

De forma sucinta apresentaremos alguns resultados encontrados na literatura que fundamentam as nossas restantes hipóteses:

Hipótese 6.

Género – O género masculino deve ser mais tolerante à perda do que o género feminino.

Bibby e Ferguson (2011) verificaram que o género masculino tem menos preferências por lotarias mais seguras, evidenciando uma menor aversão à perda. Brooks e Zank (2005) verificaram que o sexo feminino é mais avesso à perda do que o masculino. Rau (2014) refere que as mulheres têm efeitos de disposição mais elevados do que os homens e comportam-se com mais aversão à perda. Hermann (2017) refere que os homens são menos avessos à perda, sendo que esse facto está ligado à maior exposição à testosterona durante o período pré-natal.

Hipótese 7.

Idade – Com o aumento da idade é expectável ocorrer um aumento da aversão à perda.

O aumento da idade leva ao aumento da aversão à perda (Mrkva et al., 2019). Quanto mais velho o indivíduo for, maior é a sua aversão à perda (Gächter, Johnson e Herrmann, 2007). Este aumento da aversão à perda reflete a menor disponibilidade para incorrer em perdas.

¹⁰ Expressão 2D:4D representa o quociente entre o comprimento dos dedos indicador (2D) e anelar (4D), que pode ser considerado um bio marcador putativo da exposição pré-natal (ou mesmo perinatal) às hormonas sexuais, em particular a testosterona e o estrogénio, marcador esse que é sexualmente dimórfico e cujos efeitos organizacionais sobre o desenvolvimento cerebral têm vindo a ser defendidos. Assim, sujeitos expostos a quantidades elevadas de testosterona pré-natal, e mais baixas de estrogénio, tenderiam a exhibir valores 2D:4D inferiores à unidade; enquanto sujeitos expostos a quantidades inversas destas hormonas, tenderiam a exhibir valores 2D:4D ≥ 1 .

Hipótese 8.

**Emprego – Os indivíduos com situações laborais mais estáveis/
/responsáveis, estarão dispostos a tolerar perdas superiores.**

Apontamos assim que os indivíduos de acordo com a condição laboral (trabalhador por conta própria, trabalhador por conta de outrem, desempregado, etc.) tenham diferentes níveis de tolerância à perda. Isto deve-se ao facto de que os indivíduos que dependem de si para obter rendimento estejam mais dispostos a tolerar perdas (fruto das suas escolhas) do que aqueles que tenham um rendimento proveniente de terceiros que não têm de fazer escolhas e, por isso, são mais avessos à perda.

Hipótese 9.

**Escolaridade – Níveis superiores de escolaridade
diminuem o nível de aversão à perda.**

De acordo com Ardehali et al. (2005), níveis superiores de escolaridade podem estar relacionados com níveis superiores de capital humano, podendo influenciar a tolerância à perda dos indivíduos, refletindo-se numa menor aversão à perda. Também para Fernandes, Lynch e Netemeyer (2014) níveis superiores de escolaridade baixam o nível de aversão à perda. Mrkva et al. (2019) constataram que quanto maior a escolaridade, menores eram os níveis de aversão à perda. Para Lampe e Würtenberger (2019), um aumento no nível de educação pode contribuir para a diminuição da aversão à perda.

Hipótese 10.

**Rendimento – Quanto maior o rendimento dos indivíduo,
menor será o seu grau de aversão à perda.**

Ardehali et al. (2005) salientaram que quanto maior o rendimento menos sensível é o indivíduo à perda. Gächter et al. (2007) e Xie, Hwang e Pantelous (2018) verificaram que a aversão à perda aumenta com o rendimento.

Compreender o perfil de aversão ao risco e à perda é, assim, fundamental para compreender as decisões económicas. Deste modo, na Tabela 1 apresenta-se um resumo com os sinais esperados para as variáveis explicativas da aversão ao risco e da aversão à perda.

**Tabela 1- Sinais esperados para os coeficientes das regressões
de aversão ao risco e aversão à perda**

Variáveis	Mean Aversão ao risco	Median Aversão à perda	Leitura esperada
Género (masculino)	-	-	Homens menos avesso ao risco e à perda
Idade	+	+	Idade superior leva a maior aversão ao risco e à perda
Emprego	-	-	Maior estabilidade no emprego, menor aversão ao risco e à perda
Escolaridade	-	-	Maior escolaridade, menor a aversão ao risco e à perda
Rendimento	-	+	Rendimento superior, menor aversão ao risco e maior aversão à perda

Nota: Elaboração própria com base na literatura.

Tal como exposto, diversos estudos utilizam variáveis sociodemográficas para compreender o perfil de risco dos indivíduos, sendo que as nossas hipóteses vão ao encontro dos resultados encontrados na literatura. Gal e Rucker (2018) salientam que aumentar a compreensão dos processos psicológicos associados a perdas e ganhos e os seus moderadores contextuais podem aumentar a investigação e a complexidade científica de uma maneira que permita maior precisão na previsão do comportamento humano. Assim na secção 3 procedemos à estimação de um modelo de aversão ao risco e à perda proposto por nós. Desta forma esperamos que os resultados estimados pelos nossos modelos contribuam para a clarificação da literatura atual sobre o tema. Portanto, os nossos resultados têm um cariz confirmativo e as nossas hipóteses um cariz de validação. Porém, caso os nossos resultados corroborem a literatura existente e as nossas hipóteses sejam validadas, é possível afirmar que o nosso modelo de quantificação da tolerância ao risco e à perda permite a avaliação do perfil do indivíduo nos mercados financeiros contribuindo assim com uma nova metodologia contextualizada.



A SENSIBILIDADE DO INDIVÍDUO FACE A GANHOS OU PERDAS NOS MERCADOS FINANCEIROS



3. METODOLOGIA E DADOS

N

esta secção procederemos à inferência das medidas de aversão ao risco e de aversão à perda. Para tal, utilizaremos os dados provenientes da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) que realizou, em 2018, um Inquérito Online ao Perfil do Investidor, cujo objetivo consistiu em promover a proteção dos investidores e a defesa da integridade dos mercados financeiros com vista ao seu desenvolvimento. O inquérito foi dirigido a investidores em valores mobiliários em Portugal, com o objetivo de identificar as características dos investidores e das suas carteiras de investimentos, os seus conhecimentos financeiros, as suas atitudes face ao risco e o seu processo de tomada de decisão no mercado de valores mobiliários (MVM) (Gabinete de Estudos da CMVM, 2019). O inquérito foi realizado online e decorreu durante 49 dias (de 18 junho 2018 a 6 agosto 2018), tendo sido divulgado no endereço da internet da CMVM e de alguns intermediários financeiros (a quem a CMVM solicitou a colaboração na divulgação desta iniciativa). O questionário estava dividido em quatro secções: perfil demográfico, geográfico e socioeconómico; conhecimento financeiro, atitudes face ao risco e desvios comportamentais; processo de decisão financeira; e carteira de investimento.

Participaram no inquérito 2381 indivíduos. Contudo, de forma a garantir a consistência nas respostas foram retirados todos os indivíduos que deixaram pelo menos uma questão por responder deixando-nos com uma amostra final de 1136 indivíduos¹¹.

3.1. Modelo

No questionário foram apresentadas um conjunto de questões para avaliar a sensibilidade do indivíduo face à presença de perdas ou ganhos. A conjugação das questões permitiu a criação de duas medidas, uma de aversão ao risco e outra de aversão à perda (Anexo A). Tais medidas servem como proxy para perceber o grau de aversão ao risco e o grau de aversão à perda dos indivíduos e são necessárias para compreender as decisões financeiras, como a construção de uma carteira, bem como o desempenho no mercado de valores mobiliários.

Para quantificar a aversão ao risco foram utilizadas as perguntas expostas na tabela 2. Aí identificamos as perguntas, respostas, ordem de aversão e justificação da ordem. As três perguntas captam o comportamento dos indivíduos

¹¹ Todos os processos de estimação e filtragem de dados foram realizados com recurso ao software STATA 14.

quando tomam decisões em contexto de incerteza (salientamos que a primeira e terceira questões estão enquadradas com os mercados financeiros, enquanto a segunda é de âmbito mais geral). A primeira pergunta consiste numa questão de autoavaliação em relação ao seu perfil de risco, sendo que essa pergunta capta a perceção que o indivíduo tem de si quando se avalia em relação ao risco. A segunda capta a disponibilidade do indivíduo para arriscar sendo que, no limite, o indivíduo mais avesso nunca está disposto a arriscar. A última pergunta capta a disposição para se manter num investimento arriscado ao longo do tempo, sendo que no período anterior este lhe tinha gerado lucro.

Tabela 2 - Componentes do grau de aversão ao risco

Pergunta	Respostas	Ordem	Justificação
Como se classificaria quanto ao seu grau de risco quando investe em valores mobiliários?	Muito avesso ao risco / Não gosto mesmo nada de arriscar	1	Quanto menos avesso o indivíduo se avalia
	Avesso ao risco / Não gosto de arriscar	2	maior será a sua classificação na pergunta.
	Neutro face ao risco / Não gosto, nem desgosto de arriscar	3	Sendo assim 5 é o menos avesso e 1 o mais
	Propenso ao risco / Gosto de arriscar	4	avesso ao risco
	Muito propenso ao risco / Gosto muito de arriscar	5	
<i>Variável - risco autoavaliado</i>			
Geralmente prefiro jogar pelo seguro do que arriscar	Concordo totalmente	1	Os indivíduos menos avessos estão menos
	Concordo um pouco	2	dispostos a arriscar, sendo que os mais
	Não concordo nem discordo (sou indiferente)	3	propensos estão mais dispostos a arriscar.
	Discordo um pouco	4	Logo, 1 refere-se ao mais avesso ao risco
	Discordo totalmente	5	e 5 ao menos avesso ao risco
<i>Variável - risco</i>			
Suponha que fez uma aplicação num produto financeiro com risco de perda de capital. No final de 1 ano essa aplicação apresenta ganhos face ao capital investido. Tem agora duas opções:	Opção B: Liquidar o investimento agora e receber os ganhos	1	Os indivíduos mais avessos preferem a mais-valia atual do que arriscar mais 1 ano.
	Opção A: Manter o investimento por mais um ano.	2	Logo, 1 avesso ao risco e 2 propenso ao risco
	No final desse ano, poderá ter ganhos ou perdas de capital		
<i>Variável - Disposição risco</i>			

Nota: Informação complementar no anexo A.

Dohmen et al. (2011) estudaram as atitudes dos indivíduos face ao risco utilizando uma abordagem de questionário e posteriormente realizaram uma experiência com um grupo de indivíduos representativos da amostra dos questionários. O questionário continha perguntas sobre a “disposição de assumir riscos pelos indivíduos” e através dos resultados da experiência (opções de lotarias pagas) conseguiram validar essas medidas. Concluíram que o melhor preditor geral é a questão geral de risco e que a abordagem de pedir às pessoas uma avaliação global da disposição de incorrer em riscos de facto gera uma medida útil. Huber et al. (2019) para entenderem melhor e possivelmente prever os resultados do mercado, referem que os dados de perceção de risco (pergunta numa escala de Likert 1-7) – em vez de medidas de risco usadas classicamente – fornecem um poder explicativo adicional potencialmente valioso. Elliott et al. (2008) combinaram questões de escala ordinal (tipo Likert) para obter uma medida de baixo e alto risco.

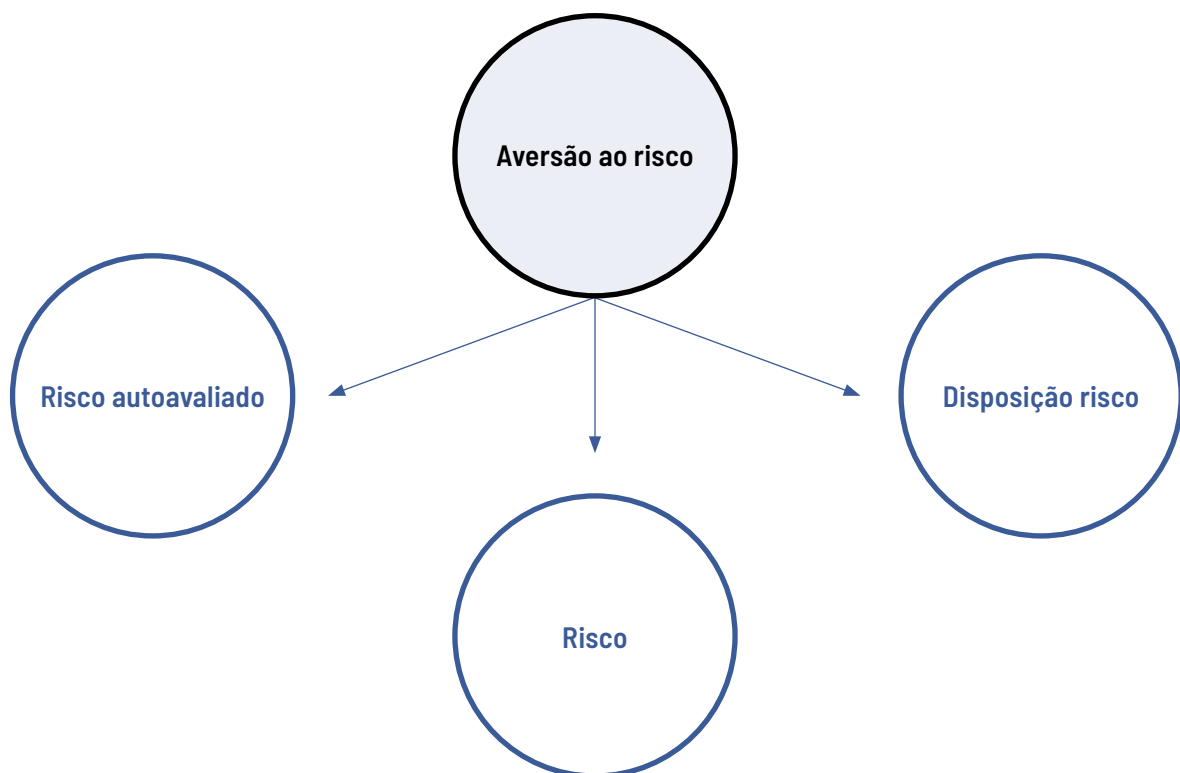
A combinação de várias perguntas ajuda a captar de forma mais clara o grau de aversão ao risco dos indivíduos, pois o comportamento dos indivíduos é sensível ao cenário apresentado. Segundo Payne, Bettman, Coupey e Johnson (1992) o processo de tomada de decisão é construtivo, podendo estar condicionado às estratégias (oportunistas) que resultam da análise de informação presente. Assim, as preferências podem ser suscetíveis ao cenário envolvente de tomada de decisão. Deste modo, captar as decisões dos indivíduos em diferentes cenários e combiná-las numa única medida pode gerar uma medida de aversão ao risco.

Cooper et al. (2014) utilizaram um questionário (com perguntas semelhantes às anteriores) para avaliar a tolerância ao risco financeiro. Utilizando uma abordagem de multidimensionalidade (propensão, atitude, capacidade e conhecimento) e o método de análise envoltório de dados (DEA), conseguiram estimar uma medida de aversão ao risco para os indivíduos, sendo que os inputs e outputs eram as respostas às questões do questionário. Ardehali, Paradi e Asmild (2005) utilizaram uma abordagem com base em questões para inferir uma medida de aversão ao risco. Veld-Merkoulova (2011) utilizou três perguntas sobre atitudes ao risco como por exemplo: “Quero ter certeza de que os meus investimentos são seguros”, onde os entrevistados respondiam de acordo com o seu grau de concordância (“discordo totalmente” a “concordo totalmente”). Posteriormente combinou as três variáveis para gerar uma medida de atitude ao risco.



Na Figura 1 ilustramos a relação esperada entre as variáveis e o grau de aversão ao risco.

Figura 1- Ilustração do grau de aversão ao risco



Assim, esperamos que as variáveis estejam de acordo com a estrutura proposta na Figura 1, ou seja, as variáveis estejam correlacionadas positivamente com a variável latente (grau de aversão ao risco).

A tolerância ao risco é uma medida que guia o indivíduo a tomar decisões em situações de incerteza. Todavia, no dia-a-dia existem situações em que os indivíduos não estão perante cenários de possíveis ganhos, mas sim de possíveis perdas. Então, a medida de aversão ao risco pode não ser a medida mais bem ajustada para perceber o comportamento do indivíduo. Seria necessário quantificar uma medida de tolerância à perda, pois, como vimos pela teoria da perspectiva, os indivíduos têm diferentes comportamentos em cenários de possíveis ganhos ou perdas. Assim, nesta secção propomos uma medida de aversão à perda, sendo que essa medida guiará o indivíduo na tomada de decisão quando este está perante possíveis perdas.

Na Tabela 3 apresentamos um conjunto de questões que pretendem captar as decisões dos indivíduos quando estes estão perante possíveis perdas. Na primeira pergunta questionou-se o inquirido como se sentia na possibilidade de uma perda parcial do montante investido. Se o indivíduo for muito avesso à perda dará muita importância à perda de parte do montante investido, enquanto um indivíduo menos avesso à perda será mais indiferente. Na segunda pergunta o inquirido está perante um cenário de possível perda total, sendo que a sua resposta capta a sua insatisfação face a uma perda total. Já na terceira pergunta-se ao inquirido, que está perante um cenário de custo/gastos não esperados, o que se repercute em perdas de riqueza, sendo que a importância revelada demonstra a sua sensibilidade face à perda. Note-se que Bateman et al. (2005) verificaram, num contexto experimental, que gastos em dinheiro (custos surpresa) são vistos como perdas.

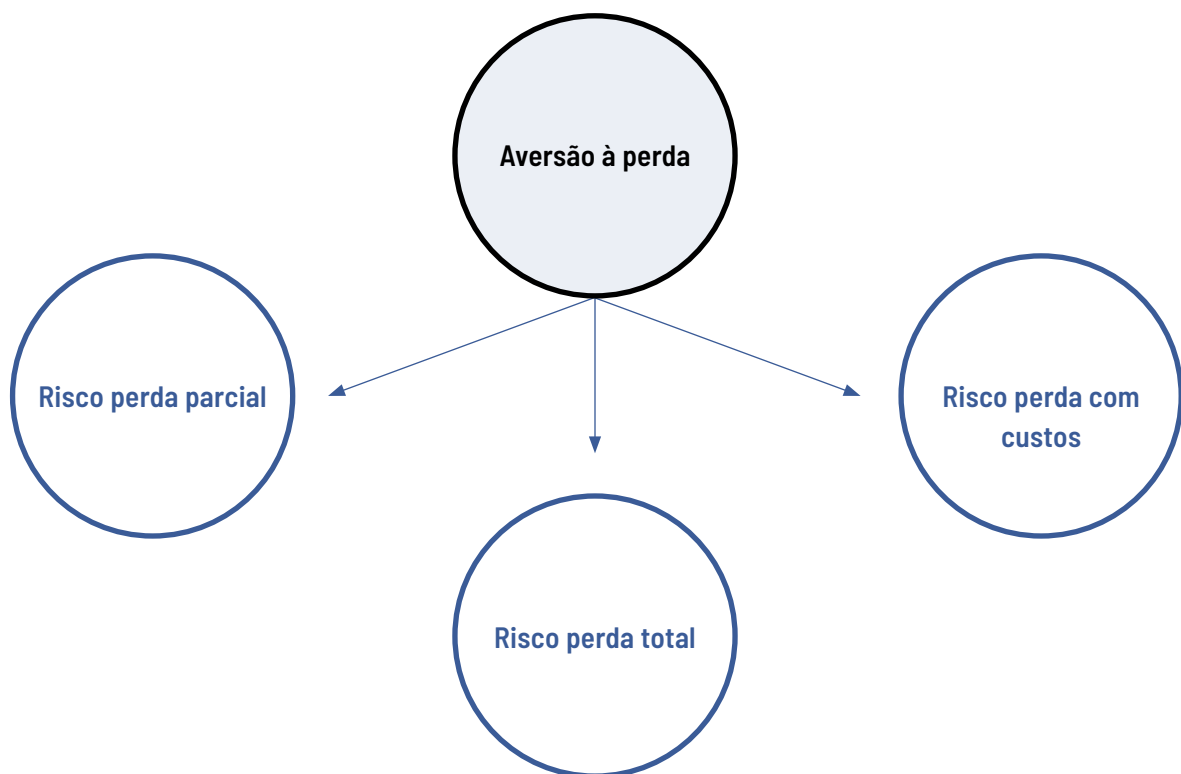
Tabela 3- Componentes do grau de aversão à perda

Pergunta	Respostas	Ordem	Justificação
Risco de o montante a receber pelo investidor vir a ser inferior ao capital investido	Nada importante	1	Se o investidor estiver num cenário de possível perda demonstrará o seu perfil em relação à aversão à perda. Nesta situação, 1 refere-se a pouca aversão à perda e 5 a muita aversão à perda
	Um pouco importante	2	
	Nem muito nem pouco importante	3	
	Muito importante	4	
	Extremamente importante	5	
<i>Variável - Risco_perda_parcial</i>			
Risco de falência ou insolvência do emitente (empresa que emite o título, seja ação ou obrigação)	Nada importante	1	Se o investidor estiver num cenário de possível perda total demonstrará o seu perfil em relação à aversão à perda. Logo, 1 refere-se a pouca aversão à perda e 5 a muita aversão à perda
	Um pouco importante	2	
	Nem muito nem pouco importante	3	
	Muito importante	4	
	Extremamente importante	5	
<i>Variável - Risco_perda_total</i>			
Risco de ter de esperar ou de incorrer em custos para transformar um dado instrumento financeiro em moeda	Nada importante	1	Se o investidor irá incorrer em futuras perdas/ custos demonstra o seu perfil de perda. Logo, 1 refere-se a pouca aversão à perda e 5 a muita aversão à perda
	Um pouco importante	2	
	Nem muito nem pouco importante	3	
	Muito importante	4	
	Extremamente importante	5	
<i>Variável - Risco_perda_com_custos</i>			

Nota: Informação complementar no anexo A.

A combinação das três questões permite observar o perfil de tolerância à perda dos indivíduos, dado que a apresentação de diferentes perdas capta a reação do indivíduo perante vários cenários. Sendo assim, um indivíduo muito avesso à perda revelará ser “extremamente importante” o facto de incorrer numa possível perda, enquanto um indivíduo pouco avesso à perda será mais tolerante a possíveis perdas. Cooper et al. (2014) e Ribeiro et al. (2018) utilizam perguntas sobre tolerância a perdas para captar a multidimensionalidade da aversão ao risco.

Figura 2- Ilustração do grau de aversão à perda



Na Figura 2 ilustramos a relação esperada entre as variáveis e o índice latente de aversão à perda, permitindo que da combinação das três variáveis num único indicador seja gerada uma medida de tolerância à perda. Apesar das variáveis serem apresentadas em diferentes cenários, esperamos que estejam ligadas e seja possível inferir uma medida latente.

Na literatura encontramos estudos como os de Mudzingiri et al. (2018), Stålnacke (2019) e Hurd et al. (2014) que se preocupam em quantificar a tolerância ao risco dos indivíduos em diferentes cenários, mas também

encontramos estudos como os de Lindsay (2019), Dimmock e Kouwenberg (2010) e Sivaramakrishnan et al. (2017) que se preocupam em estimar a tolerância à perda para perceber outros tipos de cenários.

Este estudo permite ter uma visão das duas medidas que influenciam as decisões em contexto de ganhos e perdas nos mercados financeiros, sendo que posteriormente essas medidas poderão ser utilizadas como variáveis independentes para explicar as decisões financeiras dos indivíduos nos mercados financeiros.

3.2. Estatística Descritiva

Na presente secção apresentamos as variáveis utilizadas para estimar a tolerância ao risco e a tolerância à perda. Tal como mencionado no ponto anterior, relacionar as variáveis é fundamental para obter as melhores medidas.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis relacionadas com aversão ao risco e à perda

Categorias	Variáveis	Nº obs.	média	d.p.	min	max	Informação complementar
Aversão ao risco	risco_autoavaliado	1136	2,982	1,047	1	5	Gráfico A.1
	risco	1136	2,466	1,176	1	5	
	disposition_effect_ganhos_ord	1136	1,520	0,500	1	2	
Aversão à perda	risco_capital	1136	4,158	0,830	1	5	Gráfico A.2
	risco_credito	1136	4,638	0,594	1	5	
	risco_liquidez	1136	4,190	0,788	1	5	
Variável explicativa	género_dummy	1136	0,852	0,355	0	1	Gráfico A.3
	idade	1136	45,33	12,99	18	87	Gráfico A.4
	emprego_ordem	1136	3,901	0,769	1	5	Gráfico A.5
	escolaridade	1136	4,911	0,859	1	6	Gráfico A.6
	rendimento	1136	3,327	1,018	1	5	Gráfico A.7
	investidor_dummy	1136	0,923	0,267	0	1	Gráfico A.8

Nota: No anexo A são fornecidas informações adicionais sobre as variáveis apresentadas na tabela. Informação complementar representa onde podemos analisar informação complementar para cada variável.

Na Tabela 4 apresentamos doze variáveis divididas por três categorias, onde são mostradas para todas as variáveis a média, desvio padrão, mínimo e máximo. Todas as variáveis apresentam 1136 observações (respostas validadas e completas). No primeiro conjunto de variáveis identificamos as três variáveis que serão utilizadas para inferir a medida latente de aversão ao risco: risco

autoavaliado, risco e disposição ao risco. Fazem parte do segundo conjunto de variáveis: risco de perda parcial; risco de perda total; risco de perda com custo. No último grupo apresentamos as variáveis sociodemográficas que a literatura aponta como capazes de explicar o grau de aversão ao risco e o grau de aversão à perda, sendo que foram utilizadas como variáveis explicativas o género (uma variável *dummy*), a idade, o emprego ordem, a escolaridade, o rendimento e uma variável de controlo (*investidor_dummy*) que permite constatar se existem diferenças entre investidores e não investidores.

São apresentadas informações complementares a todas as variáveis, bem como a distribuição das mesmas. Salientamos ainda que as variáveis que compõem o grau de aversão ao risco tem subentendida uma ordem, com o número 1 a representar sempre o perfil mais avesso ao risco e à medida que o valor da variável aumenta é manifestado um aumento na disposição para correr riscos. Nas variáveis que compõem o grau de aversão à perda evidenciamos o efeito contrário: os indivíduos com o número 1 apresentam uma maior tolerância à perda e os indivíduos com 5 apresentam maior grau de aversão à perda. Por fim, destacamos que o emprego ordem é uma medida que reflete a precariedade no emprego dos indivíduos.

3.3. Metodologia de Estudo da Aversão ao Risco / / Aversão à Perda

Nesta secção aplicaremos dois métodos de forma a complementar o objetivo de estimar e validar as medidas de tolerância ao risco e à perda. Na literatura encontramos trabalhos que realizaram abordagens semelhantes para inferirem sobre variáveis latentes. Filbeck et al. (2005) utilizaram uma análise fatorial de forma a eliminar os efeitos conjuntos de variáveis independentes e reduzir esses dados a várias variáveis ortogonais. Para tal usaram a análise fatorial, sob rotação varimax (que normaliza os dados num esforço para reduzir o número de fatores) e posteriormente utilizaram os fatores para avaliar a aversão ao risco. Foster et al. (2009) utilizaram uma análise fatorial das respostas (extração com máxima verossimilhança, rotação *promax*) que resultou num único fator, que servia como medida de estratégia de investimento agressiva padronizada. Veld-Merkoulova (2011) combinou três questões de atitude ao risco e a partir de uma análise fatorial inferiu uma medida de aversão ao risco. Kapteyn e Teppa (2011) usaram uma análise fatorial (*principal components analysis*) com rotação varimax para gerar duas medidas de aversão ao risco.

No nosso trabalho optamos pelo uso de duas abordagens de forma a reforçar e validar as medidas do grau de aversão ao risco e do grau de aversão à perda.

Sendo assim, numa primeira fase realizamos uma análise fatorial exploratória¹² depois de validar o uso da mesma pelo teste Bartlett test of sphericity¹³ e Kaiser-Meyer-Olkin. Numa segunda fase utilizamos um modelo de equações estruturais de forma a validar a ligação entre as variáveis e o índice latente (também apresentamos um conjunto de testes (Índice de ajuste comparativo (CFI), Índice de Tucker-Lewis (TLI) e Coeficiente de determinação (CD)), para validar a estrutura).

A análise fatorial explorativa pressupõe que as covariâncias entre um conjunto de variáveis observadas podem ser explicadas por um menor número de fatores latentes subjacentes. No modelo de fator exploratório procede-se como se não houvesse hipóteses sobre o número de fatores latentes e as relações entre os fatores latentes e as variáveis observadas. Os procedimentos estatísticos são utilizados para estimar o número de fatores subjacentes e para estimar o fator de carga. As cargas fatoriais são responsáveis por relacionar a associação específica entre os fatores e as variáveis observadas diretamente. Assim, a partir desta abordagem podemos estimar variáveis latentes (Hair, Black, Barry, Rolph e Ronald, 2009).

O uso do modelo de equações estruturais (SEM) tem como objetivo uma abordagem confirmatória, onde procuramos validar o nosso modelo teórico previamente especificado na secção anterior. O SEM fornece a estrutura de uma análise estatística que inclui análise de variância, análise de regressão múltipla e análise fatorial confirmatória. Além disso, permite a visualização da relação entre as variáveis por um diagrama de trajetória (Neves, 2018).

Assim, no SEM combinamos uma análise de regressão com uma análise fatorial confirmatória. A análise de regressão (estimada por máxima verossimilhança) é uma técnica de análise determinística, na qual se procura observar as covariâncias (ou “efeitos”) de uma ou mais variáveis independentes sobre uma variável dependente. Na análise fatorial confirmatória pretende-se obter estimativas dos parâmetros do modelo (ou seja, as cargas fatoriais, as variâncias e

¹² Análise fatorial é uma técnica estatística multivariada (não determinística) que permite a mensuração de variáveis latentes (construtos não observados de forma direta) a partir de um conjunto de variáveis manifestas (observadas diretamente).

¹³ O Bartlett test of sphericity compara a sua matriz de correlação (uma matriz de correlações de Pearson) com a matriz de identidade. Por outras palavras, verifica se há uma redundância entre variáveis que podem ser resumidas com alguns fatores. A hipótese nula do teste significa que as variáveis são ortogonais, ou seja, não correlacionadas. A hipótese alternativa significa que as variáveis não são ortogonais, ou seja, são correlacionadas o suficiente, pelo que a matriz de correlação diverge significativamente da matriz de identidade.

covariâncias do fator e as variâncias de erro residual das variáveis observadas), e posteriormente avalia-se o ajuste do modelo (ou seja, permite avaliar se o próprio modelo fornece um ajuste adequado aos dados (Hox e Bechger, 1998)). Assim, no SEM as regressões fornecem a parte determinística dos SEM (o modelo causal), ao passo que as análises fatoriais confirmatórias fornecem a parte referente às mensurações. Nas secções anteriores definimos, com base na literatura, as variáveis que serão usadas e a expectativa da relação entre elas.

4. RESULTADOS EMPÍRICOS E DISCUSSÃO

Face ao exposto na secção anterior, utilizaremos como variáveis para estimar a aversão ao risco o `risco_autoavaliado`, o `risco` e o `disposition_effect_ganhos_ord`. Para calcular a aversão à perda utilizaremos `risco_capital`, `risco_credito` e `risco_liquidez`.

4.1 Testes preliminares e medidas de aversão ao risco e à perda

De forma a validar o uso da análise fatorial realizamos dois testes: teste de *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) e o de *Bartlett test of sphericity*. O primeiro modelo apresenta um KMO de 0,60 e o segundo modelo apresenta um KMO de 0,64, sendo que para ambos os modelos as medidas são razoáveis (Hair et al., 2009). No *Bartlett test of sphericity* rejeitamos a hipótese nula em ambos os modelos, o que nos leva a concluir que as variáveis são correlacionadas. Assim, com base nos resultados dos dois testes podemos aplicar a metodologia de análise fatorial exploratória, aplicada com base no método *maximum likelihood* (Hongyu, 2018). Na Tabela 5 encontram-se os resultados da estimação do modelo e verificamos que a variância explicada é atribuída a um único fator (logo não existe necessidade de realizar uma rotação) e a variância e variâncias acumuladas têm o valor de 1. Na secção B da Tabela 5 observamos que as cargas fatoriais¹⁴ no primeiro modelo são 0,763; 0,896 e 0,413, e no segundo são 0,528; 0,626 e 0,635, indicando que todas as variáveis estão correlacionadas com os fatores e todas as cargas são altas (Hair et al., 2009).

Por último, procedemos à estimação das duas medidas de tolerância pelo método de *regression scoring method*. Na Tabela 5, secção C, encontram-se os coeficientes de ponderação utilizados para obter o grau de aversão ao risco e o grau de aversão à perda.

Na última fase desta secção aplicamos um modelo de equações estruturais para validar estatisticamente a estrutura proposta na secção anterior. Para o efeito, recorreremos a seis variáveis de “medição” que contribuíram para a construção de duas variáveis latentes (grau de aversão ao risco e grau de aversão à perda).

¹⁴ As cargas fatoriais são as correlações entre as variáveis originais e os fatores.

Tabela 5 - Resultados da análise fatorial

Bartlett test of sphericity	889,790***		Bartlett test of sphericity	889,790***	
Kaiser-Meyer-Olkin	0,600		Kaiser-Meyer-Olkin	0,600	

A) Análise fatorial explorativa

Método	Max. Likel.		Método	Max. Likel.	
Rotação:	Não rotacionado		Rotação:	Não rotacionado	
Log likelihood	0,000		Log likelihood	0,000	
Comunalidades e fatores iniciais			Comunalidades e fatores iniciais		
Fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo	fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo
Factor1	1,555	1 1	Factor1	1,073	1 1

B) Cargas fatoriais (matriz padrão) e variações únicas

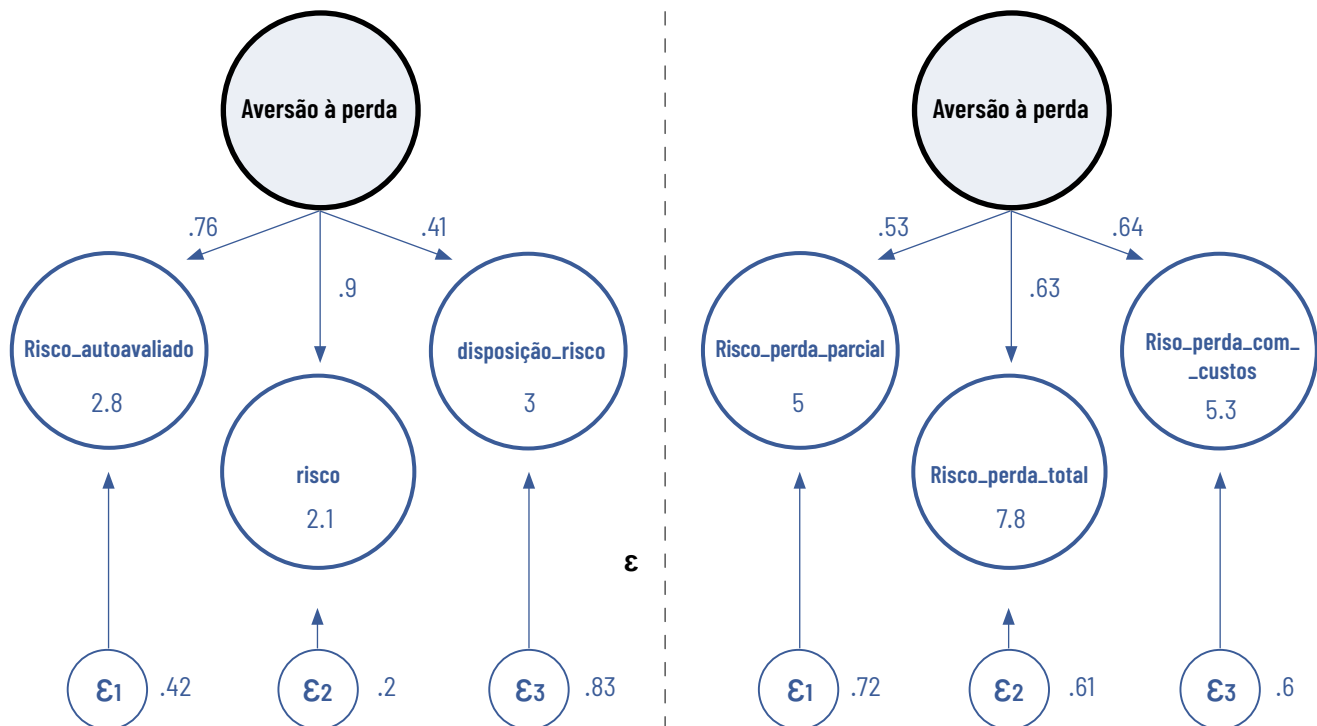
Variável	fator	Singularidade	Variável	fator	Singularidade
Risco autoavaliado	0,763	0,418	Risco_perda_parcial	0,528	0,722
Risco	0,896	0,200	Risco_perda_total	0,626	0,609
Disposição_risco	0,413	0,830	Risco_perda_com_custos	0,635	0,596

C) Coeficientes de pontuação

Variáveis	Factor 1	Variáveis	Factor 1
Risco autoavaliado	0,273	Risco_perda_parcial	0,270
Risco	0,682	Risco_perda_total	0,380
Disposição_risco	0,074	Risco_perda_com_custos	0,394
LR test: independent vs. saturated	890,58***	LR test: independent vs. saturated	390,55***

Nota: *** p < 0,01. Análise fatorial exploratória, método *maximum likelihood*, resultado calculado no software STATA; os coeficientes apresentados são prado-nizados. No anexo B fornecemos os resultados complementares que justificam a escolha do método presente na tabela.

Figura 3 - Diagrama de aversão ao risco e diagrama de aversão à perda depois de estimados



As cargas fatoriais no modelo de aversão ao risco são de 0,76, 0,9 e 0,41 (todas as cargas são significativas a 1%), enquanto no modelo de aversão à perda são de 0,53, 0,63 e 0,64 (todas significativas a 1%). Estes resultados reforçam as suposições feitas sobre os nossos modelos teóricos. Quando observamos o output dos testes qui-quadrado, verificamos que o software Stata não gerou um coeficiente de qui-quadrado referente à comparação com o modelo saturado, pois o modelo analisado é exatamente igual ao modelo saturado (ou seja, ele contém todas as relações possíveis dadas as variáveis observadas utilizadas). As medidas de ajuste do modelo CFI¹⁵, TLI¹⁶ e CD¹⁷ estão todas com valor igual ou próximo de 1 para os dois modelos, o que reforça a qualidade de ajuste do modelo de mensuração proposto.

¹⁵ Índice de ajuste comparativo (CFI) - Varia de zero (ajuste nulo) a 1 (ajuste perfeito).

¹⁶ Índice de Tucker-Lewis (TLI) - Varia de zero (ajuste nulo) a 1 (ajuste perfeito), recomenda-se acima de 0,90.

¹⁷ Coeficiente de determinação (CD) é como um R^2 para todo o modelo. Um valor próximo de 1 indica um bom ajuste (StataCorp LP, 2013).

Tabela 6 - Resultados dos modelos de equações estruturais

Grau de aversão ao risco-L1			Grau de aversão à Perda-L2		
Número de obs.	1,136		Número de obs.	1,136	
log likelihood	-3837,27		log likelihood	-3565,14	
risco_autoavaliado			Risco_perda_parcial		
L1	0,763***		L2	0,528***	
	(27,34)			(16,05)	
_cons	2,848***		_cons	5,008***	
	(42,69)			(46,90)	
risco			Risco_perda_total		
L1	0,896***		L2	0,626***	
	(29,95)			(18,05)	
_cons	2,097***		_cons	7,813***	
	(39,52)			(46,90)	
disposição_risco			Risco_perda_com_custos		
L1	0,413***		L2	0,635***	
	(14,69)			(18,22)	
_cons	3,043***		_cons	5,320***	
	(43,23)			(46,07)	
Likelihood ratio			Likelihood ratio		
chi2_ model vs. saturated (0)	0,000		chi2_ms(0)	0,000	
chi2_baselinevs.Saturated (3)	892,02***		chi2_bs(3)	391,18***	
Population error			Population error		
RMSEA	0,000		RMSEA	0,000	
90% CI, lower bound	0,000		90% CI, lower bound	0,000	
upper bound	0,000		upper bound	0,000	
pclose	1,000		pclose	1,000	
Critérios de informação			Critérios de informação		
AIC	7692,5		AIC	7148,3	
BIC	7737,9		BIC	7193,6	
Baseline comparison			Baseline comparison		
CFI	1,000		CFI	1,000	
TLI	1,000		TLI	1,000	
Size of residuals			Size of residuals		
SRMR	0,000		SRMR	0,000	
CD	0,850		CD	0,630	

Notas: Estatística z entre parêntesis. *** p < 0,01 resultados de MEE, cálculos realizados em Stata; os coeficientes são padronizados. L1:aversão ao risco, L2: aversão à perda, RMSEA: root mean squared error of approximation, AIC: critério de informação de Akaike, BIC: critério de informação bayesiano, CFI: Índice de ajuste comparativo, TLI: Índice de Tucker-Lewis, SRMR: standardized root mean squared residual e CD: Coeficiente de determinação.

Podemos assim concluir que através dos valores elevados das cargas fatoriais, nos testes de significância dessas cargas e nos indicadores de ajuste, os modelos apresentam um ajustamento adequado. Deste modo, do ponto de vista substantivo, a conclusão deve ser a de que a teoria de mensuração proposta está correta, ou seja, as variáveis referentes ao comportamento em diferentes cenários de perda ou ganho dos indivíduos de facto convergem adequadamente para criar duas variáveis latentes.

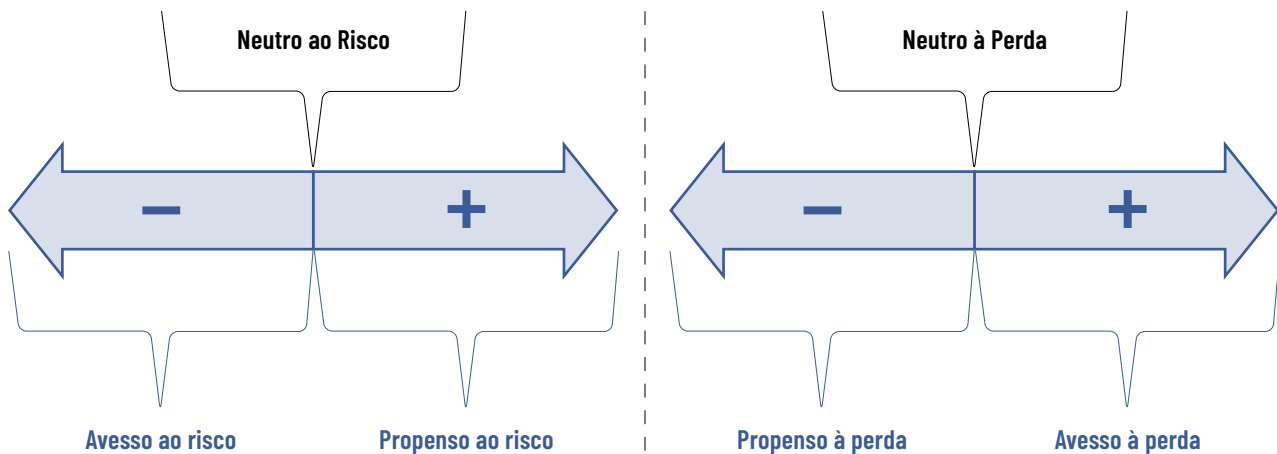
Tabela 7- Estatísticas descritivas do grau de aversão ao risco e do grau de aversão à perda

	Num.	Estatísticas descritivas				Correlações de Pearson	
		média	d.p.	min	max	Grau de aversão ao risco	Grau de aversão à perda
Grau de aversão ao risco	1136	-0,000	0,922	-1,444	2,067	1,00	
Grau de aversão à perda	1136	-0,000	0,794	-4,949	0,910	-0,28*** (0,00)	1,00

Nota: P-value entre parêntesis. *** $p < 0,01$.

Na Tabela 7, identificamos as estatísticas descritivas das variáveis grau de aversão ao risco e grau de aversão à perda. As duas medidas apresentam média próxima de zero, contudo a variável aversão à perda apresenta um desvio-padrão mais reduzido que a variável grau de aversão ao risco (0,922 e 0,794). Destacamos ainda que o mínimo da medida de aversão ao risco é -1,444 (que representa os indivíduos mais avessos ao risco) e o máximo de 2,067 (que representa os indivíduos mais propensos ao risco). Quando analisamos a medida de aversão à perda verificamos que o indivíduo mais avesso à perda apresenta um valor de 0,910 e o indivíduo mais propenso à perda apresenta um valor de -4,949. Apesar das duas medidas serem diferentes, esperamos que exista uma correlação negativa e baixa entre elas, o que se confirma (igual a -0,28 e significativa a 1%). Assim, concluímos que existe baixa correlação entre as variáveis, ou seja, encontramos a esperada relação inversa. Porém, o facto de ser muito avesso ao risco pode não significar que é muito avesso à perda, mas no limite só avesso à perda.

Figura 4 - Representação das medidas de aversão ao risco e aversão à perda



Tal como observamos na Figura 4, nas secções seguintes devemos ter em atenção que a medida de aversão ao risco (lado esquerdo da figura) deve ser lida da seguinte maneira: para indivíduos avessos ao risco a medida é negativa, pois quanto menor o valor maior a aversão ao risco do indivíduo. Para indivíduos propensos ao risco a medida é positiva e quanto maior o valor da medida maior a propensão ao risco do indivíduo. Por fim, quando as medidas convergem para zero os indivíduos tornam-se neutros ao risco. A medida de aversão à perda (lado direito da figura) deve ser lida da seguinte maneira: quando toma valores negativos os indivíduos são propensos à perda e quanto mais negativo seja o valor, mais propenso à perda é o indivíduo. Por outro lado, quando os indivíduos são avessos à perda a medida é positiva, e quanto mais positiva maior a aversão à perda. Por último, destaca-se que quando a medida converge para 0 os indivíduos tornam-se neutros à perda.

4.2. Discussão dos Resultados

No ponto anterior foram estimadas duas medidas com o objetivo de perceber o comportamento dos indivíduos em cenários de ganhos e perdas no mercado financeiro. Tal como mencionado, perceber as variáveis que influenciam os indivíduos na tomada de decisão é fundamental e na literatura são apontadas algumas variáveis como explicativas dessas medidas. Assim, foram selecionadas como variáveis explicativas nesta segunda etapa da análise o género, a idade, o emprego, a escolaridade e o rendimento (Ardehali et al., 2005; Cooper et al., 2014), bem como também foi incluído no modelo uma variável de controlo que permite diferenciar os indivíduos investidores dos não investidores. Como

variável dependente temos as duas medidas de aversão. Portanto, utilizamos uma abordagem de regressão múltipla onde as variáveis dependentes são o grau de aversão ao risco e grau de aversão à perda e as variáveis explicativas são um conjunto de variáveis apontadas pela literatura como variáveis explicativas. Na secção 2 foram levantadas 10 hipóteses sobre como as variáveis explicativas influenciam a variável dependente. Através da análise dos coeficientes das variáveis explicativas contamos validar ou refutar essas hipóteses.

Tabela 8 - Regressão do grau de aversão ao risco

Variável Dependente	Grau de aversão ao risco					
genero_dummy	0,544*** (7,213)	0,563*** (7,567)	0,542*** (7,286)	0,547*** (7,354)	0,541*** (7,271)	0,473*** (6,440)
idade		-0,012*** (-5,896)	-0,011*** (-5,433)	-0,010*** (-4,833)	-0,012*** (-5,241)	-0,013*** (-5,924)
emprego_ordem			0,110*** (3,174)	0,105*** (3,007)	0,094*** (2,690)	0,081** (2,345)
escolaridade				0,045 (1,394)	0,025 (0,732)	0,019 (0,565)
rendimento					0,062** (2,255)	0,054** (2,002)
investidor_dummy						0,693*** (7,097)
_cons	-0,463*** (-6,659)	0,064 (0,567)	-0,387** (-2,138)	-0,629** (-2,508)	-0,635** (-2,534)	-1,049*** (-4,162)
N	1136	1136	1136	1136	1136	1136
R ²	0,044	0,072	0,081	0,082	0,086	0,125
adj. R ²	0,043	0,071	0,078	0,079	0,082	0,121
F	52,03	44,17	33,04	25,29	21,32	26,94
p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: Podemos considerar a aproximação à distribuição normal, baseada no teorema do limite central (TLC), uma vez que a dimensão da amostra é grande (1136), e considerar que, em termos assintóticos, a aversão ao risco é aproximadamente normal. Estatística t entre parêntesis; * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01; as regressões foram estimadas através do método de regressão linear múltipla.

Na Tabela 8 encontram-se as variáveis explicativas do grau de aversão ao risco e constatamos que (todos os efeitos/impactos são lidos em *ceteris paribus*) a variável género é significativa a 1% e tem sinal positivo, indicando que os homens em média são menos avessos ao risco que as mulheres (Ardehali et al., 2005; Dohmen et al., 2005; Sarin e Wieland, 2016). Eckel e Grossman (2008) referem que as mulheres são menos confiantes em determinadas situações do que os homens, o que as leva a ter comportamentos de menor disponibilidade em correr riscos. A variável idade é significativa a 1%, mostrando que à medida que a idade aumenta os indivíduos tornar-se-ão mais avessos ao risco (Persico, Postlewaite e Silverman, 2004; Edwards, 2008; Paison, 1996; Kettlewell, 2019) o que se vai repercutir em decisões mais seguras. Já a variável emprego ordena demonstrar que quanto maior a responsabilidade face à condição laboral, maior a disposição para correr risco (Pannenberg, 2010; Ekelund et al., 2005). A variável escolaridade não é significativa, mas tem impacto positivo como era esperado (Chaulk et al., 2003; Finke e Huston, 2003; Grable, 2000). A variável rendimento é significativa a 5%, tem impacto positivo e demonstra que quanto maior o rendimento, menor é o grau de aversão ao risco (Ardehali et al., 2005; Ahmad, 2011). Finalmente, a variável de controlo investimento__dummy é significativa a 1% e tem impacto positivo, ilustrando que os investidores estão dispostos a assumir mais riscos do que os não investidores, o que evidencia um comportamento diferente para os dois tipos de indivíduos.

Os nossos resultados estão de acordo com a literatura relacionada com a tolerância ao risco, corroborando as conclusões já existentes (Ardehali et al., 2005; Dohmen et al. 2005; Persico, Postlewaite e Silverman, 2004; Edwards, 2008; Paison, 1996; Chaulk et al., 2003; Finke e Huston, 2003; Grable, 2000). Desta forma, a medida proposta de aversão ao risco permite avaliar o comportamento dos indivíduos quando estão perante decisões de incerteza nos mercados financeiros.

Todavia, para analisar as escolhas dos indivíduos em cenários financeiros não basta compreender o comportamento dos indivíduos face à possibilidade de futuros ganhos. É fundamental perceber também o comportamento dos mesmos em cenários de perdas. Koudstaal, Sloof e Van Praag (2015) referem que a atitude de risco percebida não está apenas correlacionada com a aversão ao risco, mas também com a aversão à perda. Neste trabalho abordamos essa característica do comportamento dos indivíduos, permitindo compreender quais são as variáveis que influenciam o grau de aversão à perda.



Tabela 9- Regressão do grau de aversão à perda

Variável Dependente	Grau de aversão ao risco					
genero_dummy	-0,242*** (-3,672)	-0,260*** (-4,003)	-0,249*** (-3,830)	-0,258*** (-3,957)	-0,258*** (-3,959)	-0,242*** (-3,691)
idade		0,011*** (6,316)	0,011*** (6,015)	0,010*** (5,140)	0,009*** (4,948)	0,010*** (5,088)
emprego_ordem			-0,055* (-1,826)	-0,048 (-1,569)	-0,048 (-1,576)	-0,045 (-1,473)
escolaridade				-0,066** (-2,333)	-0,067** (-2,288)	-0,066** (-2,243)
rendimento					0,004 (0,162)	0,006 (0,239)
investidor_dummy						-0,159* (-1,825)
_cons	0,207*** (3,390)	-0,287*** (-2,914)	-0,059 (-0,375)	0,295 (1,345)	0,295 (1,343)	0,390* (1,730)
N	1136	1136	1136	1136	1136	1136
R ²	0,013	0,045	0,048	0,053	0,053	0,056
adj. R ²	0,011	0,044	0,046	0,049	0,049	0,051
F	13,48	26,92	19,09	15,74	12,58	11,06
p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: Podemos considerar a aproximação à distribuição normal, baseada no teorema do limite central (TLC), uma vez que a dimensão da amostra é grande (1136), e considerar que, em termos assintóticos, a aversão ao risco é aproximadamente normal. Estatística t entre parêntesis; * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01; as regressões foram estimadas através do método de regressão linear múltipla.

Na Tabela 9 apresentamos as variáveis independentes identificadas anteriormente como capazes de justificar o grau de aversão à perda. Como observamos, a variável género é significativa a 1% e tem impacto negativo, demonstrando que os homens são menos avessos à perda que as mulheres (Bibby e Ferguson, 2011; Brooks e Zank, 2005; Rau, 2014). Hermann (2017) refere que os homens são menos avessos à perda, sendo que esse facto está ligado à maior exposição à testosterona durante o período pré-natal. A variável idade é significativa a 1% e tem impacto positivo, evidenciando que quanto maior a idade menor a disponibilidade para incorrer em perdas (Mrkva et al., 2019; Gächter, Johnson e Herrmann, 2007). Também a escolaridade é significativa a 5%, sugerindo que quanto maior a escolaridade maior a disponibilidade para incorrer em perdas (Fernandes, Lynch e Netemeyer, 2014; Mrkva et al., 2019; Lampe e

Würtenberger, 2019). Contudo, as variáveis emprego ordem e rendimento não apresentam significância estatística, mostrando que a estabilidade no trabalho não tem impacto no grau de aversão à perda, nem o rendimento, que mesmo assim revela impacto positivo (Gächter et al., 2007; Xie, Hwang e Pantelous, 2018). A última variável inserida no modelo permite controlar para o impacto de o indivíduo ser ou não investidor no grau de aversão à perda: o respetivo sinal é negativo e é significativa a 10%, revelando que os investidores são mais propensos ao risco do que os não investidores. Este resultado também revela que os investidores são afetados pelos desvios de aversão à perda (Jain, Walia e Gupta, 2019).

Os resultados parecem assim indiciar que os homens estão mais dispostos a arriscar e a incorrer em perdas do que as mulheres (Ardehali et al., 2005; Dohmen et al. 2005; Rau, 2014). À medida que a idade dos indivíduos aumenta, verificamos que os indivíduos estão menos dispostos a arriscar e a incorrer em perdas. Olhando para a situação do indivíduo perante o emprego, verifica-se que a variável emprego ordem explica de forma significativa o grau de aversão ao risco, mas é não significativa no modelo de aversão à perda, evidenciando que a aversão ao risco é sensível à tipologia/precaridade de emprego, enquanto a aversão à perda não mostra ser influenciável. A variável escolaridade também apresenta diferenças entre os dois tipos de aversão, sendo que influencia significativamente o grau de tolerância à perda e não significativamente o grau de tolerância ao risco, revelando que a tolerância à perda é sensível à escolaridade.

Quando analisamos a tolerância ao risco, a variável rendimento é significativa indiciando que quanto maior o rendimento menor a aversão ao risco. Contudo, quando analisamos a tolerância à perda a variável é não significativa. Este resultado mostra que a tolerância ao risco é sensível ao rendimento enquanto a tolerância à perda não é explicada pelo rendimento dos indivíduos. Outra característica interessante é o sinal do efeito da variável nos dois modelos: os efeitos são positivos, mas a interpretação é contrária. Assim, no modelo de aversão ao risco quanto maior o rendimento maior a propensão ao risco, enquanto no modelo de aversão à perda quanto maior o rendimento maior a aversão à perda. Este sinal denota comportamentos diferentes de acordo com o rendimento. Porém, apesar de a interpretação ser contrária na variável rendimento, esta não é significativa no modelo de aversão à perda. Estes resultados são importantes para compreender o comportamento dos indivíduos quando realizam escolhas financeiras. Por fim, a variável que diferencia os investidores dos não investidores permite concluir que os investidores estão mais dispostos a incorrer em risco e perdas do que os não investidores, o que é justificado pela maior disponibilidade para participar no mercado financeiro.

Na Tabela 10 apresenta-se um resumo dos resultados, sendo comparados os sinais esperados com os obtidos através das estimações. Todos os sinais esperados são validados, contudo nem sempre o coeficiente dessa variável é estatisticamente significativo. Assim, o nosso método é sustentado por trabalhos como o de Ardehali et al. (2005) que utilizaram uma abordagem com base em questões psicológicas para inferir sobre o perfil de risco dos indivíduos em cenários financeiros. No seu estudo salientam que as perguntas devem estar enquadradas com o cenário em estudo e indicam que compreender a tolerância ao risco dos indivíduos é fundamental para perceber as suas decisões financeiras. García (2013) salientou que é necessário compreender as características psicológicas dos indivíduos para perceber as decisões financeiras. Hurd et al. (2014) encontraram evidência de que as expectativas sobre como as famílias holandesas investem se alteram de acordo com o cenário de ganho ou perda. Talpsepp et al. (2014) verificaram que o comportamento dos indivíduos é sensível ao investimento em ganhos ou perdas. Assim, os investidores estão sujeitos a vários desvios cognitivos juntamente com o comportamento racional de tomada de decisão. Eles adaptam-se às mudanças do ambiente, uma vez que sofrem perdas ou eventos incertos (Mushinada, 2020) e os investidores individuais podem, simultaneamente, possuir lógicas complexas de pensamento racional e irracional no seu comportamento de investimento (Lin, 2011).

Tabela 10 – Sinais esperados e verificados

Variável Dependente	Sinais esperados		Sinais verificados		Validação
	Aversão ao risco	Aversão à perda	Aversão ao risco	Aversão à perda	
Género (masculino)	-	-	$- = (-1) \times +^{***}$	$-^{***}$	Validado
Idade	+	+	$+ = (-1) \times -^{***}$	$+^{***}$	Validado
Emprego	-	-	$- = (-1) \times +^{***}$	-	Validado parcialmente
Escolaridade	-	-	$- = (-1) \times +$	$-^{**}$	Validado parcialmente
Rendimento	-	+	$- = (-1) \times +^{***}$	+	Validado parcialmente

Nota: Do lado esquerdo da tabela apresentamos os sinais esperados e do lado direito apresentamos os sinais verificados e os respetivos níveis de significância (* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$). Para uma leitura comparável das hipóteses do modelo de aversão ao risco deve ter-se em atenção que um (+) no coeficiente do modelo leva a uma diminuição da aversão enquanto um (-) leva a um aumento da aversão. Assim, multiplicando os coeficientes por (-1) podem ser comparados diretamente os sinais esperados com os verificados. Coluna da validação: Validado significa que a hipótese é validada pelo sinal do coeficiente e estatisticamente significativa; validado parcialmente significa que a hipótese é validada pelo sinal do coeficiente e não é estatisticamente significativa.

Assim, fica claro que para perceber as decisões dos indivíduos nos mercados financeiros é fundamental perceber como agem perante a incerteza de potenciais ganhos e perdas. Os resultados deste estudo contribuem significativamente para perceber as decisões dos indivíduos nos mercados financeiros. ●

5. CONCLUSÕES

Todos os dias os indivíduos têm de tomar múltiplas decisões em diversos contextos. Em muitos casos, as decisões são tomadas em contexto de incerteza, sendo afetadas pelo contexto e pelas características dos decisores. As decisões financeiras têm um impacto relevante no bem-estar dos indivíduos, sendo que o resultado das mesmas influencia significativamente a estabilidade financeira. Este trabalho tem como objetivo desenvolver uma metodologia simples que permita quantificar a aversão ao risco e a aversão à perda dos indivíduos nos mercados financeiros. Através da metodologia proposta foi possível extrair duas variáveis que serão sensíveis ao comportamento dos indivíduos, possibilitando a criação de uma *proxy* para medir o comportamento dos indivíduos em cenários de ganhos ou perdas.

Desde o trabalho de Kahneman e Tversky (1979), em que os autores verificaram que o comportamento dos agentes se altera de acordo com a possibilidade de ganhos ou perdas, muitos trabalhos têm sido desenvolvidos corroborando e validando a Teoria da Perspetiva (TP). Abdellaoui, Bleichrodt e L'Haridon (2008), List (2004), Dimmock e Kouwenber (2010) e Campos-Vazquez e Culty (2014) concluíram que os indivíduos comportam-se de acordo com a TP em diversos cenários. No nosso estudo abordamos e inferimos duas variáveis latentes que captam o comportamento de aversão ao risco e de aversão à perda nos mercados financeiros. As nossas medidas foram calculadas com base em uma análise fatorial exploratória (método *maximum likelihood*) e posteriormente foi aplicado um modelo de equações estruturais de forma a validar o modelo proposto. Os nossos resultados são validados pelas duas metodologias aplicadas, o que indicia que os resultados obtidos são robustos. Na última parte verificamos que a correlação linear entre as variáveis é fraca.

Na literatura sobre o tema, variáveis como género, idade, escolaridade, condição laboral e rendimento são apontadas como explicativas do comportamento dos indivíduos em cenários de ganhos e perdas, sendo possível relacioná-las num contexto mais específico com os mercados financeiros. Para além das variáveis referidas, inserimos uma variável de controlo que capta se os inquiridos são ou não investidores, permitindo distinguir se existe um comportamento díspar entre investidores e não investidores.

No último ponto deste trabalho elaboramos um modelo de causalidade de forma a validar se as variáveis apontadas pela literatura como tendo impacto no grau de aversão ao risco e à perda têm o mesmo resultado na nossa análise. A partir de um modelo OLS, avaliamos a relação de causalidade entre as variáveis explicativas (género, idade, escolaridade, condição laboral e

rendimento) e as variáveis dependentes grau de aversão ao risco e aversão à perda. Constatamos que existem algumas diferenças na forma como os indivíduos atuam em cenários de ganhos ou perdas. Assim, os homens estão mais dispostos a arriscar e a incorrer em perdas do que as mulheres, o que corrobora os estudos sobre o tema (Ardehali et al., 2005; Dohmen et al. 2005; Rau, 2014). À medida que a idade dos indivíduos aumenta, os indivíduos estão menos dispostos a arriscar e a incorrer em perdas. A variável emprego ordem explica de forma significativa o grau de aversão ao risco, mas é não significativa no modelo de aversão à perda, evidenciando que a aversão ao risco é sensível à tipologia/precaridade de emprego, enquanto a aversão à perda não mostra ser influenciada por este fator. Relativamente à variável escolaridade, esta também apresenta diferenças nos dois modelos de estimação, sendo que influencia significativamente o grau de tolerância à perda, mas não de forma significativa o grau de tolerância ao risco. Esta conclusão mostra que a tolerância à perda é sensível à escolaridade. Finalmente, constatamos que a variável rendimento tem um comportamento diferente de acordo com o grau de aversão ao risco e o grau de aversão à perda.

Em suma, as nossas medidas de aversão ao risco e à perda são robustas, sendo que a estrutura proposta foi validada pelos dois modelos. Os resultados parecem ainda indicar que as variáveis género, idade, escolaridade, condição laboral e rendimento têm o feito esperado, corroborando os resultados já apresentados em estudos anteriores e validando as 10 hipóteses levantadas. Destacamos ainda que encontramos diferenças significativas entre investidores e não investidores, revelando que os investidores são mais tolerantes a incorrer em riscos e perdas do que os não investidores.

Dado que as duas medidas inferidas neste trabalho são sensíveis a cenários financeiros (adequados para a análise de decisões contextualizadas com os mercados financeiros), sugerimos a aplicação deste método em trabalhos futuros analisando o impacto dessas medidas nas diversas decisões financeiras relacionadas com os mercados financeiros (por exemplo, estudar como a aversão ao risco e a aversão à perda afetam a construção de uma carteira; avaliar o impacto das medidas de aversão ao risco e aversão à perda nos resultados dos mercados financeiros; possibilidades estas já em curso). Contudo, salientamos que a generalização dos resultados deve ser cuidadosa, sendo que as medidas podem não ser adequadas para alguns tipos de decisões financeiras. Além disso, na interpretação de resultados deve ter-se em atenção que estas conclusões foram inferidas com base numa amostra da população portuguesa, que na sua maioria eram investidores, não se podendo generalizar à totalidade da população. ●



A SENSIBILIDADE DO INDIVÍDUO FACE A GANHOS OU PERDAS NOS MERCADOS FINANCEIROS



REFERÊNCIAS

- Abdellaoui, M., Bleichrodt, H., & L'Haridon, O. (2008). A tractable method to measure utility and loss aversion under prospect theory. *Journal of Risk and Uncertainty*, 36(3), 245–266.
→ <https://doi.org/10.1007/s11166-008-9039-8>
- Abreu, M., & Mendes, V. (2020). Do individual investors trade differently in different financial markets? *European Journal of Finance*, 0(0), 1–18.
→ <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1709524>
- Ahmad, A. (2011). How demographic characteristics affect the perception of investors about financial risk tolerance. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 3(2), 412–417. Retrieved from
→ http://www.researchgate.net/publication/265251741_How_Demographic_Characteristics_affect_the_Perception_of_Investors_about_Financial_Risk_Tolerance
- Ardehali, P. H., Paradi, J. C., & Asmild, M. (2005). Assessing financial risk tolerance of portfolio investors using data envelopment analysis. *International Journal of Information Technology & Decision Making*, 4(3), 491–519.
<https://doi.org/10.1142/S0219622005001660>
- Baglin, J. (2014). Improving your exploratory factor analysis for ordinal data: A demonstration using FACTOR. *Practical Assessment, Research and Evaluation*, 19(5)
- Barberis, N. (2013). Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27(1), 173–195. <https://doi.org/10.1257/jep.27.1.173>
- Bateman, I., Kahneman, D., Munro, A., Starmer, C., & Sugden, R. (2005). Testing competing models of loss aversion : an adversarial collaboration. *Journal of Public Economics*, 89,
→ 1561–1580. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2004.06.013>
- Bibby, P. A., & Ferguson, E. (2011). The ability to process emotional information predicts loss aversion. *Personality and Individual Differences*, 51(3), 263–266.
→ <https://doi.org/10.1016/j.paid.2010.05.001>

REFERÊNCIAS

- Botelho, A., Harrison, G. W., Pinto, L., Rutström, E. E., & Veiga, P. (2005). *Discounting in developing countries : A Pilot Experiment in Timor-Leste*. Braga. Retrieved from
→ <http://hdl.handle.net/1822/4421>
- Brooks, P., & Zank, H. (2005). Loss averse behavior. *Journal of Risk and Uncertainty*, 31(3), 301-325. <https://doi.org/10.1007/s11166-005-5105-7>
- Burke, T. J., Segrin, C., & Farris, K. L. (2018). Young Adult and Parent Perceptions of Facilitation: Associations with Overparenting, Family Functioning, and Student Adjustment. *Journal of Family Communication*, 18(3), 233-247. <https://doi.org/10.1080/15267431.2018.1467913>
- Campos-Vazquez, R. M., & Cuilty, E. (2014). The role of emotions on risk aversion: A Prospect Theory experiment. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 50, 1-9.
→ <https://doi.org/10.1016/j.socec.2014.01.001>
- Caracciolo, F., Vecchio, R., Lerro, M., Migliore, G., Schifani, G., & Cembalo, L. (2019). Natural versus enriched food: Evidence from a laboratory experiment with chewing gum. *Food Research International*, 122(March), 87-95. <https://doi.org/10.1016/j.foodres.2019.03.069>
- Chaulk, B., Johnson, P. J., & Bulcroft, R. (2003). Effects of Marriage and Children on Financial Risk Tolerance: A Synthesis of Family Development and Prospect Theory. *Journal of Family and Economic*, 24(3), 23. <https://doi.org/10.1023/A:1025495221519>
- Cooper, W. W., Kingyens, A. T., & Paradi, J. C. (2014). Two-stage financial risk tolerance assessment using data envelopment analysis. *European Journal of Operational Research*, 233(1), 273-280. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2013.08.030>
- Darvas, Z., & Schoenmaker, D. (2018). Institutional Investors and Development of Europe's Capital Markets (September 26, 2018), Chapter 18 in D. Busch. In E. Avgouleas & G. Ferrarini (Eds.), *Capital Markets Union in Europe*. Oxford University Press. Retrieved from
→ <https://ssrn.com/abstract=3255906>

REFERÊNCIAS

- Di Mauro, C., & Musumeci, R. (2011). Linking risk aversion and type of employment. *Journal of Socio-Economics*, 40(5), 490–495. <https://doi.org/10.1016/j.socsec.2010.12.001>
-
- Dimmock, S. G., & Kouwenberg, R. (2010). Loss-aversion and household portfolio choice. *Journal of Empirical Finance*, 17(3), 441–459. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.11.005>
-
- Dohmen, B. T., Falk, A., Huffman, D., & Sunde, U. (2010). Are Risk Aversion and Impatience Related to Cognitive Ability? *American Economic Review*, 100(3), 1238–1260.
- <https://doi.org/10.1257/aer.100.3.1238>
- Dohmen, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J., & G. Wagner, G. (2005). *Individual Risk Attitudes : New Evidence from a Large , Representative , Experimentally-Validated Survey*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=807408>
-
- Dohmen, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J., & Wagner, G. G. (2011). Individual risk attitudes: Measurement, determinants, and behavioral consequences. *Journal of the European Economic Association*, 9(3), 522–550.
- <https://doi.org/10.1111/j.1542-4774.2011.01015.x>
- Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2008). Forecasting risk attitudes : An experimental study using actual and forecast gamble choices. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68, 1–17.
- <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2008.04.006>
- Edwards, R. D. (2008). Health Risk and Portfolio Choice. *Journal of Business & Economic Statistics* ISSN:, 26(4), 472–485. <https://doi.org/10.1198/073500107000000287>
-
- Ekelund, J., Johansson, E., Järvelin, M. R., & Lichtermann, D. (2005). Self-employment and risk aversion - Evidence from psychological test data. *Labour Economics*, 12(5), 649–659.
- <https://doi.org/10.1016/j.labeco.2004.02.009>
- Elliott, W. B., Hodge, F. D., & Jackson, K. E. (2008). *The association between nonprofessional investors' information choices and their portfolio returns: The importance of investing experience*. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 473–498. <https://doi.org/10.1506/car.25.2.7>
-

REFERÊNCIAS

- Ert, E., & Erev, I. (2008). The rejection of attractive gambles, loss aversion, and the lemon avoidance heuristic. *Journal of Economic Psychology*, 29(5), 715–723.
→ <https://doi.org/10.1016/j.joep.2007.06.003>
- Fellner, G., & Maciejovsky, B. (2007). Risk attitude and market behavior : Evidence from experimental asset markets. *Journal of Economic Psychology*, 28, 338–350.
→ <https://doi.org/10.1016/j.joep.2007.01.006>
- Fernandes, D., Lynch, J. G., & Netemeyer, R. G. (2014). Financial literacy, financial education, and downstream financial behaviors. *Management Science*, 60(8), 1861–1883.
→ <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1849>
- Filbeck, G., Hatfield, P., & Horvath, P. (2005). Risk Aversion and Personality Type Risk Aversion and Personality Type. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(4), 170–180.
→ https://doi.org/10.1207/s15427579jpfm0604_1
- Finke, M. S., & Huston, S. J. (2003). The Brighter Side of Financial Risk : Financial Risk Tolerance and Wealth. *Journal of Family and Economic*, 24(3), 233–256.
→ <https://doi.org/10.1023/A:1025443204681>
- Foster, J. D., Misra, T. A., & Reidy, D. E. (2009). Narcissists are approach-oriented toward their money and their friends. *Journal of Research in Personality*, 43(5), 764–769.
→ <https://doi.org/10.1016/j.jrp.2009.05.005>
- Gabinete de Estudos da CMVM. (2019). Resultados do Inquérito Online ao Investidor 2018. CMVM. Retrieved from
→ https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/Documents/Resultados Inquerito Online Perfil Investidor_2019.pdf
- Gächter, S., Johnson, E. J., & Herrmann, A. (2007). *Individual-level loss aversion in riskless and risky choices. IZA Discussion Paper Series*.

REFERÊNCIAS

- Gagnon, R. J., & Garst, B. A. (2019). Examining Overparenting and Child Gender in Adolescence. *Journal of Child and Family Studies*, 28(10), 2876–2890.
→ <https://doi.org/10.1007/s10826-019-01467-9>
- Gal, D., & Rucker, D. D. (2018). The Loss of Loss Aversion: Will It Loom Larger Than Its Gain? *Journal of Consumer Psychology*, 28(3), 497–516. <https://doi.org/10.1002/jcpy.1047>
- García, M. J. R. (2013). Financial education and behavioral finance: New insights into the role of information in financial decisions. *Journal of Economic Surveys*, 27(2), 297–315.
→ <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2011.00705.x>
- Goldbach, C., & Schlüter, A. (2018). Risk aversion, time preferences, and out-migration. Experimental evidence from Ghana and Indonesia. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 150, 132–148. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2018.04.013>
- Grable, J. (2000). Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters. *Journal of Business and Psychology*, 14(4), 625–630.
→ <https://doi.org/10.1023/A:1022994314982>
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2018). Time varying risk aversion R. *Journal of Financial Economics*, 128(3), 403–421. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.007>
- Hair, J. J. F., Black, W. C., Barry, J. B., Rolph, E. A., & Ronald, L. T. (2009). *Multivariate Data Analysis* (6th ed.). Pearson.
- Harrison, G. W., Lau, M. I., & Rutström, E. E. (2007). Estimating Risk Attitudes in Denmark: A Field Experiment. *Scandinavian Journal of Economics*, 109(2), 341–368.
→ <https://doi.org/10.1111/j.1467-9442.2007.00496.x>
- Harrison, G. W., & Rutström, E. E. (2008). Risk aversion in the laboratory. *Research in Experimental Economics*, 12, 41–196. [https://doi.org/10.1016/S0193-2306\(08\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0193-2306(08)00003-3)

REFERÊNCIAS

- Heath, C., & Tversky, A. (1991). Preference and Belief : Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4, 5–28.
- Hermann, D. (2017). Determinants of financial loss aversion: The influence of prenatal androgen exposure (2D:4D). *Personality and Individual Differences*, 117, 273–279.
→ <https://doi.org/10.1016/j.paid.2017.06.016>
- Holgado-Tello, F. P., Chacón-Moscoso, S., Barbero-García, I., & Vila-Abad, E. (2010). Polychoric versus Pearson correlations in exploratory and confirmatory factor analysis of ordinal variables. *Quality and Quantity*, 44(1), 153–166.
→ <https://doi.org/10.1007/s11135-008-9190-y>
- Holt, C. A., & Laury, S. K. (2002). Risk Aversion and Incentive Effects. *The American Economic Review*, 92(5), 1644–1655. <https://doi.org/10.1257/000282802762024700>
- Holt, C. A., & Laury, S. K. (2005). Risk Aversion and Incentive Effects : New Data without Order Effects. *The American Economic Review*, 95(3), 902–904.
→ <https://doi.org/10.1257/0002828054201459>
- Hongyu, K. (2018). Exploratory Factorial Analysis: theoretical summary, application and interpretation. *Engineering and Science* 2018, 7(4), 88–103.
→ <https://doi.org/10.18607/ES201877599>
- Hox, J., & Bechger, T. (1998). An Introduction to Structural Equation Modeling An Introduction to Structural Equation Modeling 1. *Family Science Review*, 11, 354–373. Retrieved from
→ https://www.researchgate.net/publication/27706391_An_Introduction_to_Structural_Equation_Modeling
- Huber, J., Palan, S., & Zeisberger, S. (2019). Does investor risk perception drive asset prices in markets? Experimental evidence. *Journal of Banking and Finance*, 108, 1–17.
→ <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105635>

REFERÊNCIAS

- Huberman, G. (2001). Familiarity Breeds Investment. *Review of Financial Studies*, 14(3), 659–680.
→ <https://doi.org/10.1093/rfs/14.3.659>
- Huizen, T. Van, & Alessie, R. (2019). Risk aversion and job mobility. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 164, 91–106. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2019.01.021>
- Hurd, M., Van Rooij, M., & Winter, J. (2014). Stock market expectations of Dutch households. *Journal of Applied Econometrics*, 26, 416–436. <https://doi.org/10.1002/jae.1242>
- Jain, J., Walia, N., & Gupta, S. (2019). Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*. <https://doi.org/10.1108/RBF-03-2019-0044>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–292. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1914185>
- Kapteyn, A., & Teppa, F. (2011). Subjective measures of risk aversion, fixed costs, and portfolio choice. *Journal of Economic Psychology*, 32(4), 564–580.
→ <https://doi.org/10.1016/j.joep.2011.04.002>
- Kettlewell, N. (2019). Risk preference dynamics around life events. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 162, 66–84. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2019.04.018>
- Knight, J., Weir, S., & Woldehanna, T. (2003). The role of education in facilitating risk-taking and innovation in agriculture. *The Journal of Development Studies*, 39(6), 1–22.
→ <https://doi.org/10.1080/00220380312331293567>
- Koudstaal, M., Sloof, R., & Van Praag, M. (2015). Risk, Uncertainty, and Entrepreneurship: Evidence from a Lab-in-the-Field Experiment. *Management Science Publication*.
→ <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2015.114>
- Lampe, I., & Würtenberger, D. (2019). Loss aversion and the demand for index insurance. *Journal of Economic Behavior and Organization*. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2019.10.019>

REFERÊNCIAS

- Lee, B., Rosenthal, L., Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2015). Stock market expectations and risk aversion of individual investors. *International Review of Financial Analysis*, 40, 122–131.
→ <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.011>
- Lichters, M., Wackershauser, V., Han, S., & Vogt, B. (2019). On the applicability of the BDM mechanism in product evaluation. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 51(July 2018), 1–7.
→ <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2019.02.021>
- Lin, H. (2011). Elucidating rational investment decisions and behavioral biases: Evidence from the Taiwanese stock market. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1630–1641.
→ <https://doi.org/10.5897/AJBM10.474>
- Lindsay, L. (2019). Adaptive loss aversion and market experience. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 168, 43–61. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2019.09.023>
- List, J. A. (2004). Neoclassical theory versus prospect theory: Evidence from the marketplace. *Econometrica*, 72(2), 615–625. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0262.2004.00502.x>
- Miyata, S. (2003). Household 's risk attitudes in Indonesian villages. *Applied Economics*, 35(5), 573–583. <https://doi.org/10.1080/0003684022000020823>
- Mrkva, K., Johnson, E. J., Gächter, S., & Herrmann, A. (2019). Moderating Loss Aversion: Loss Aversion Has Moderators, But Reports of its Death are Greatly Exaggerated. *Journal of Consumer Psychology*. <https://doi.org/10.1002/jcpy.1156>
- Mudzingiri, C., Mwamba, J. W. M., & Keyser, J. N. (2018). Financial behavior, confidence, risk preferences and financial literacy of university students. *Cogent Economics & Finance* ISSN:, 6(1).
→ <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1512366>
- Mushinada, V. N. C. (2020). Are individual investors irrational or adaptive to market dynamics? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 25, 100243.
→ <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.100243>

REFERÊNCIAS

- Neves, J. A. B. (2018). *Modelo de equações estruturais : uma introdução aplicada*. (Brasília: Enap, Ed.).
- Nosić, A., & Weber, M. (2010). How riskily do i invest? The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence. *Decision Analysis*, 7(3), 282–301.
→ <https://doi.org/10.1287/deca.1100.0178>
- Noussair, C., & Wu, P. (2006). Risk Tolerance in the Present and the Future : An Experimental Study. *Managerial and Decision Economics*, 27, 401–412. <https://doi.org/10.1002/mde.1278>
- Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775–1798. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00072>
- Pajon, A.-M. (1996). Does the degree of relative risk aversion vary with household characteristics ? *Journal of Economic Psychology*, 17, 771–787.
→ [https://doi.org/10.1016/S0167-4870\(96\)00039-6](https://doi.org/10.1016/S0167-4870(96)00039-6)
- Pannenberg, M. (2010). Risk attitudes and reservation wages of unemployed workers: Evidence from panel data. *Economics Letters*, 106(3), 223–226.
→ <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2009.12.005>
- Payne, J. W., Bettman, J. R., Coupey, E., & Johnson, E. J. (1992). A constructive process view of decision making: Multiple strategies in judgment and choice. *Acta Psychologica*, 80(1–3), 107–141. [https://doi.org/10.1016/0001-6918\(92\)90043-D](https://doi.org/10.1016/0001-6918(92)90043-D)
- Persico, N., Postlewaite, A., & Silverman, D. (2004). The Effect of Adolescent Experience on Labor Market Outcomes : The Case of Height. *Journal of Political Economy*, 112(5), 1–35.
→ <https://doi.org/0022-3808/2004/11205-0008>
- Polman, E. (2012). Self-other decision making and loss aversion. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 119(2), 141–150. <https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2012.06.005>

REFERÊNCIAS

- Rau, H. A. (2014). The disposition effect and loss aversion: Do gender differences matter? *Economics Letters*, 123, 33–36. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2014.01.020>
- Ribeiro, D., Madaleno, M., & Botelho, A. (2018). *Determinantes e Preferências de Investimento. Estudo sobre os determinantes das preferências/decisões de investimento numa carteira.* (sfrunza. N. – N. E. Académicas, Ed.).
- Sakha, S. (2019). Journal of Behavioral and Experimental Economics Determinants of risk aversion over time : Experimental evidence from rural. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 80(February), 184–198. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2019.03.008>
- Sarin, R., & Wieland, A. (2016). Risk aversion for decisions under uncertainty: Are there gender differences? *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 60, 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2015.10.007>
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>
- Sivaramakrishnan, S., Srivastava, M., & Rastogi, A. (2017). Attitudinal factors, financial literacy, and stock market participation. *International Journal of Bank Marketing*, 35(5), 818–841. <https://doi.org/10.1108/IJBM-01-2016-0012>
- Sohn, K. (2019). Understanding the order effect in eliciting risk aversion. *Finance Research Letters*, 30(October 2018), 314–317. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.10.014>
- Stålnacke, O. (2019). Individual investors' information use, subjective expectations, and portfolio risk and return. *The European Journal of Finance*, 25(15), 1351–1376. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1592769>
- StataCorp LP. (2013). *Structural Equation Modeling*. Stata Press.

REFERÊNCIAS

- Talpsepp, T., Vlcek, M., & Wang, M. (2014). Speculating in gains, waiting in losses: A closer look at the disposition effect. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2, 31–43.
→ <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2014.04.001>
- Thomas, P. J. (2016). *Measuring risk-aversion : The challenge*. *Measurement*, 79, 285–301.
→ <https://doi.org/10.1016/j.measurement.2015.07.056>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Veld-Merkoulova, Y. V. (2011). Investment horizon and portfolio choice of private investors. *International Review of Financial Analysis*, 20(2), 68–75.
→ <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.02.005>
- Viceira, L. M. (2001). Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income. *Journal of Finance*, 56(2), 433–470. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00333>
- Wang, M., Rieger, M. O., & Hens, T. (2017). The Impact of Culture on Loss Aversion. *Journal of Behavioral Decision Making*, 30(2), 270–281. <https://doi.org/10.1002/bdm.1941>
- Xie, Y., Hwang, S., & Pantelous, A. A. (2018). Loss aversion around the world: Empirical evidence from pension funds. *Journal of Banking and Finance*, 88, 52–62.
→ <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.11.007>
- Zhang, H., & Qiu, Y. (2019). The Impact of Financial Knowledge on the Allocation of Household Assets – Evidence from China. *SSRN Electronic Journal*, 1.
→ <https://doi.org/10.2139/ssrn.3336141>
- Zhou, W., & Hey, J. (2018). Context matters. *Experimental Economics*, 21(4), 723–756.
→ <https://doi.org/10.1007/s10683-017-9546-z> ●



Anexo A: Descrição da amostra

ANEXO A: DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

Na Tabela A.1 encontram-se as variáveis que vão ser estudadas neste trabalho. De forma a facilitar a leitura, as variáveis foram divididas por categorias: aversão ao risco, aversão à perda e demográficas. Cada categoria é composta por um conjunto de variáveis chave, com a seguinte estrutura: a segunda coluna corresponde ao nome usado nas análises econométricas; na terceira encontramos a questão apresentada ao inquirido; na quarta coluna encontra-se a codificação usada nas análises em função das possibilidades de resposta dadas aos indivíduos; na quinta e sexta coluna temos a classificação das variáveis tendo em conta a sua codificação. As variáveis podem ser do tipo binário de acordo com os 2 cenários, ordinal onde existe uma ordenação entre as categorias, e numérica. É importante salientar que as variáveis que têm a coluna 5 preenchida foram usadas na análise da tolerância ao risco e à perda e as variáveis que possuem a coluna 6 preenchida são variáveis explicativas. Como só apresentamos a variável, no tópico seguinte apresentaremos a distribuição das variáveis tendo por base as respostas dos indivíduos. Para o efeito utilizaremos um conjunto de gráficos e tabelas.



Tabela A.1- Codificação das variáveis

Tipo	Variável	Pergunta	Código.Resposta	Tolerância ao risco e à perda	Decisões de investimento
Demográficas	idade	Por favor indique a sua idade:	anos		numérica
	genero_ _dummy	Por favor indique o seu género	0- Feminino 1- Masculino		binária
	escolaridade	Qual o seu nível máximo de escolaridade?	1. Não tem instrução primária 2. Tem instrução primária completa (4º ano/4ª classe) 3. Tem ensino básico completo (9º ano) 4. Tem ensino secundário completo (12º ano) 5. Tem ensino superior (politécnico ou universitário) completo 6. Tem Mestrado/MBA/Doutoramento		ordinal
	emprego ordem	Em que situação laboral ou ocupacional se encontra?	4. Outra 5. Trabalhador por conta própria 4. Trabalhador por conta de outrem 3. Desempregado 2. Aposentado / Reformado 1. Estudante"		binária
	rendimento	Qual o rendimento MENSAL DISPONÍVEL (isto é, depois de impostos) do seu agregado familiar? Ou seja, quanto dinheiro (aproximadamente) tem o seu agregado familiar, por mês, à disposição ANTES de qualquer despesa?	1. Até 500€ 2. Entre 501€ e 1000€ 3. Entre 1001€ e 2500€ 4. Mais de 2500€		ordinal

Tabela A.1- Codificação das variáveis

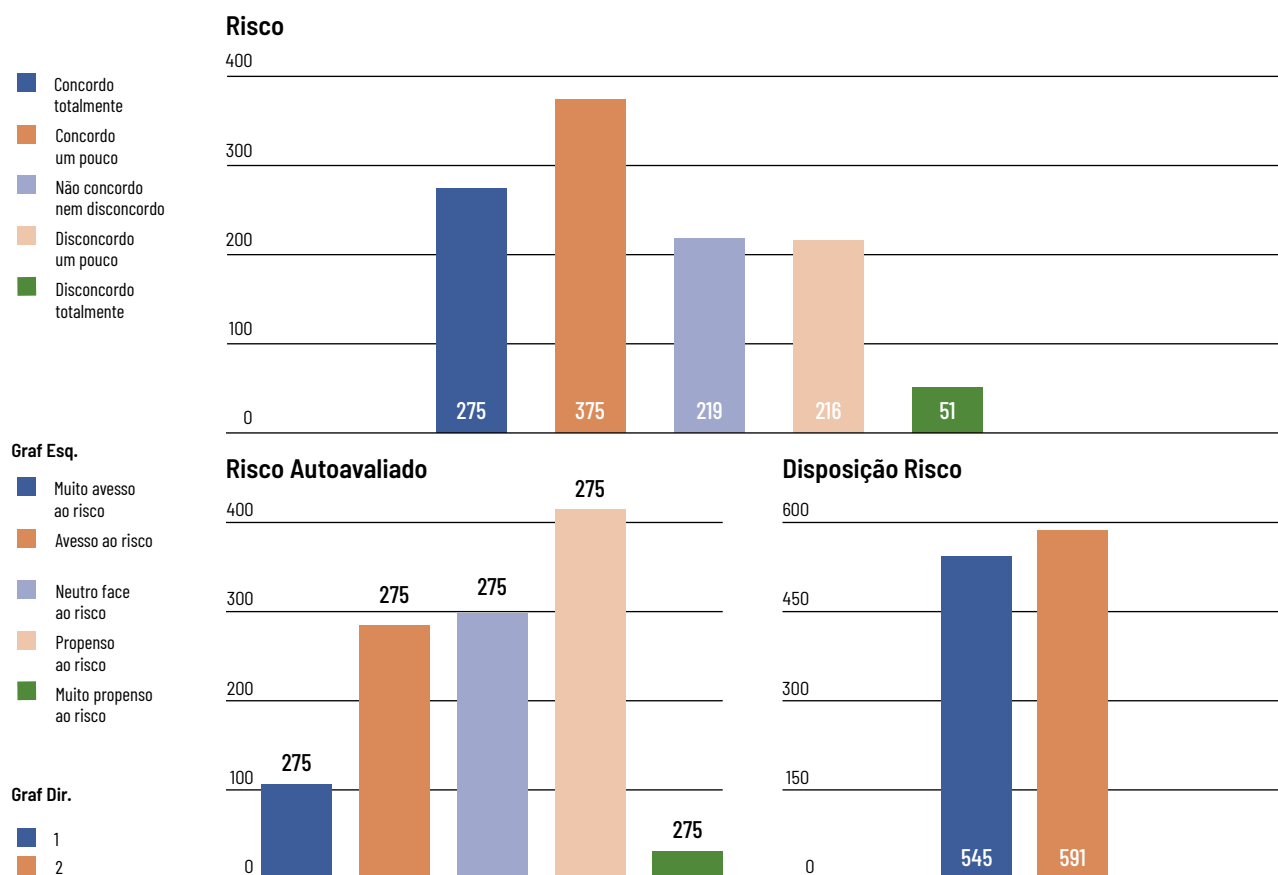
Tipo	Variável	Pergunta	Código.Resposta	Tolerância ao risco e à perda	Decisões de investimento
Aversão ao risco	Risco autoavaliado	Como se classificaria quanto ao seu grau de risco quando investe em valores mobiliários?	- Muito avesso ao risco / Não gosto mesmo nada de arriscar - Avesso ao risco / Não gosto de arriscar - Neutro face ao risco / Não gosto, nem desgosto de arriscar - Propenso ao risco / Gosto de arriscar - Muito propenso ao risco / Gosto muito de arriscar	ordinal	
	Risco	Geralmente prefiro jogar pelo seguro do que arriscar	Por favor indique o quanto concorda ou discorda com as seguintes afirmações Escala: - Concordo totalmente - Concordo um pouco - Não concordo nem discordo (sou indiferente) - Discordo um pouco - Discordo totalmente	ordinal	
	Disposição risco	Suponha que fez uma aplicação num produto financeiro com risco de perda de capital. No final de 1 ano essa aplicação apresenta ganhos face ao capital investido. Tem agora duas opções: Opção A: Manter o investimento por mais um ano. No final desse ano, poderá ter ganhos ou perdas de capital. Opção B: Liquidar o investimento agora e receber os ganhos. Qual a sua escolha?	Opção A: Manter o investimento por mais um ano. No final desse ano, poderá ter ganhos ou perdas de capital. Opção B: Liquidar o investimento agora e receber os ganhos.	ordinal	

Tabela A.1- Codificação das variáveis

Tipo	Variável	Pergunta	Código.Resposta	Tolerância ao risco e à perda	Decisões de investimento
Aversão à perda	Risco_perda_ _parcial	Risco de o montante a receber pelo investidor vir a ser inferior ao capital investido	Por favor indique o grau de importância dos seguintes riscos quando está a pensar em fazer investimentos em valores mobiliários Escala 1. Nada importante 2. Um pouco importante 3. Nem muito nem pouco importante 4. Muito importante 5. Extremamente importante	ordinal	
	Risco_perda_ _total	Risco de falência ou insolvência do emitente (empresa que emite o título, seja ação ou obrigação)	Por favor indique o grau de importância dos seguintes riscos quando está a pensar em fazer investimentos em valores mobiliários Escala 1. Nada importante 2. Um pouco importante 3. Nem muito nem pouco importante 4. Muito importante 5. Extremamente importante	ordinal	
	Risco_perda_ _com_custos	Risco de o montante a receber pelo investidor vir a ser inferior ao capital investido	Por favor indique o grau de importância dos seguintes riscos quando está a pensar em fazer investimentos em valores mobiliários Escala 1. Nada importante 2. Um pouco importante 3. Nem muito nem pouco importante 4. Muito importante 5. Extremamente importante	ordinal	

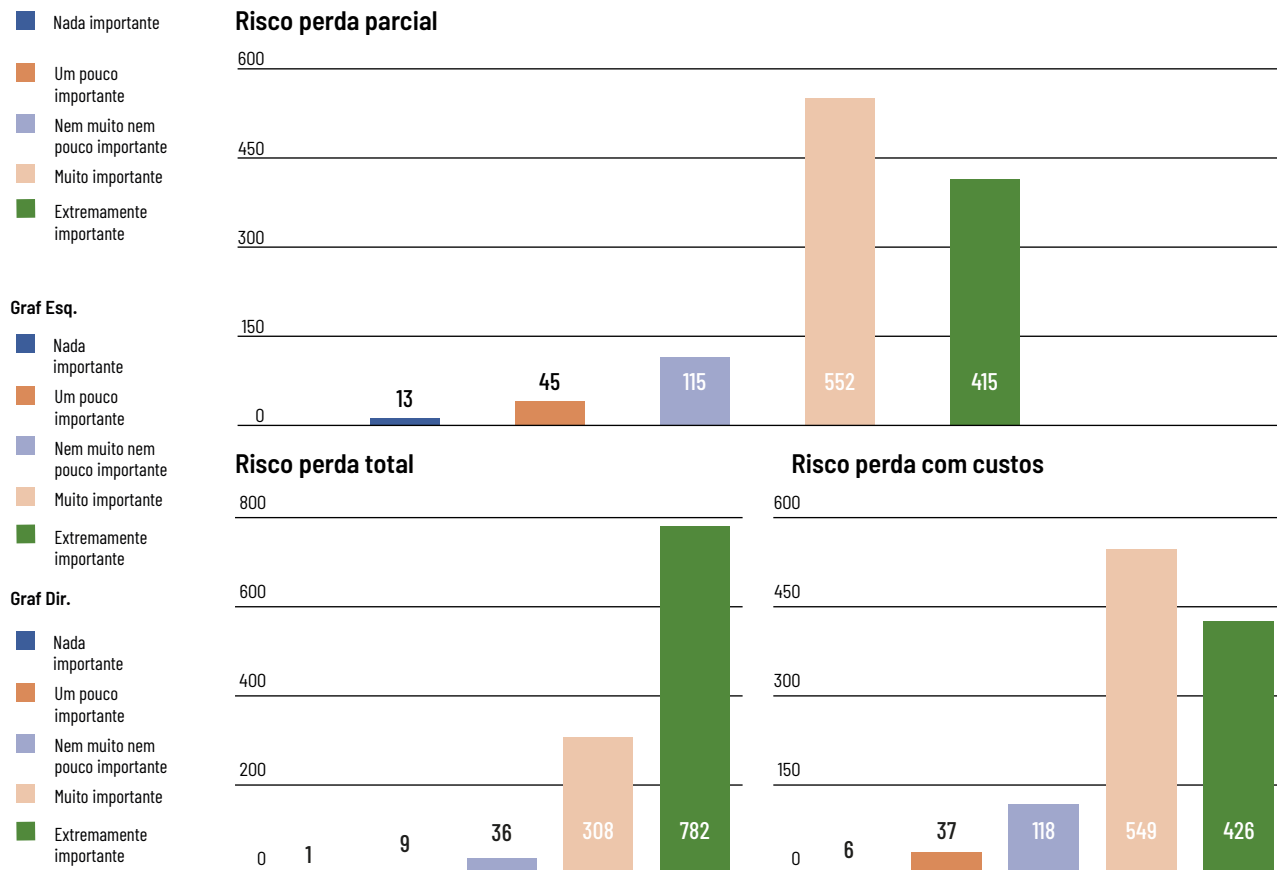
De seguida apresentam-se os gráficos de acordo com as respostas dadas ao questionário. A amostra obtida e cujas respostas foram consideradas válidas, correspondem a 1136 indivíduos.

Gráfico A.1 - Medida de aversão ao risco



No Gráfico A.1 encontra-se a distribuição das três variáveis que vão dar origem à medida de aversão ao risco. No risco autoavaliado encontram-se 416 indivíduos na classe propensão ao risco, mostrando que os indivíduos se avaliam como gostando de arriscar. No caso do risco a maior classe é representada por 375 indivíduos que concordam pouco com a frase “Geralmente prefiro jogar pelo seguro a arriscar”. Por último, a variável disposição ao risco ilustra a predisposição para manter um investimento arriscado. Verifica-se que 591 indivíduos mantinham um investimento arriscado que lhe tenha gerado um ganho no período. As três variáveis captam decisões e perspetivas diferentes face ao risco (apresentando algumas diferenças na distribuição), logo a inclusão delas num índice pode gerar uma medida mais real de aversão ao risco.

Gráfico A.2- Medida de aversão à perda



No Gráfico A.2 encontram-se as três variáveis que compõem a medida de aversão à perda. No primeiro gráfico temos expressa a importância que os indivíduos dão a uma perda parcial, onde, perante a afirmação “Risco de o montante a receber pelo investidor vir a ser inferior ao capital investido”, 552 indivíduos responderam muito importante. No que respeita à importância que os indivíduos dão a uma perda total, perante a afirmação “risco de falência ou insolvência do emitente (empresa que emite o título, seja ação ou obrigação)”, 782 indivíduos responderam extremamente importantes. Por fim, a importância que os indivíduos dão a não terem “custos-surpresa” com a transformação de um dado instrumento financeiro em moeda: 549 indivíduos dão muita importância.

Tal como na medida anterior, a junção das três variáveis permite compreender melhor o perfil de perda dos indivíduos em diferentes cenários e captar a sensibilidade do indivíduo face a possíveis perdas financeiras.

Gráfico A.3- Género

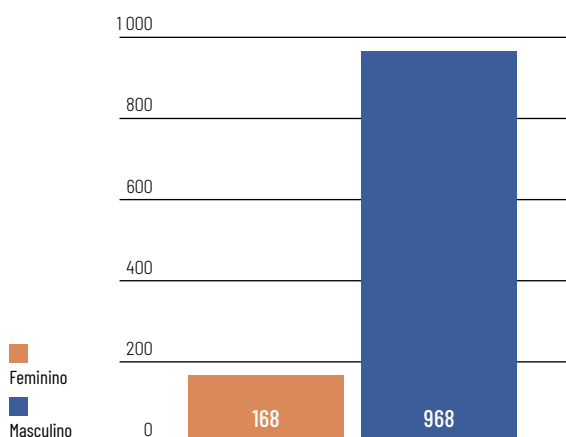
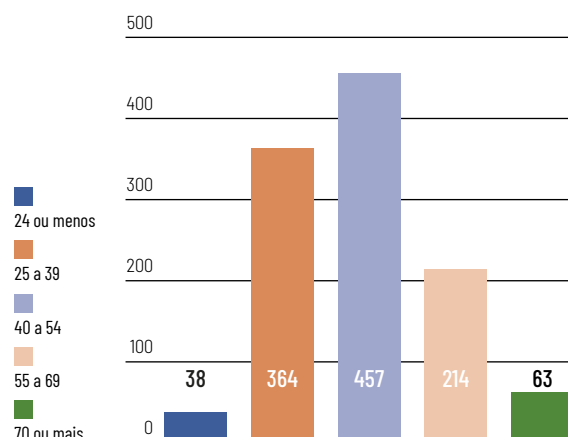


Gráfico A.4- Idade



A nossa amostra é constituída por 168 indivíduos do género feminino e 968 do género masculino. Consta-se ainda que 821 indivíduos têm idades compreendidas entre os 25 e os 54 anos. A classe mais significativa é representada pelos indivíduos adultos com idades entre os 40 e os 54 anos (457 indivíduos). Por simplificação, a variável no gráfico é apresentada em intervalos, sendo, todavia, uma variável numérica. Em média os indivíduos têm 45 anos com um desvio padrão de aproximadamente 13 anos.

Gráfico A.5- Situação laboral ou ocupacional

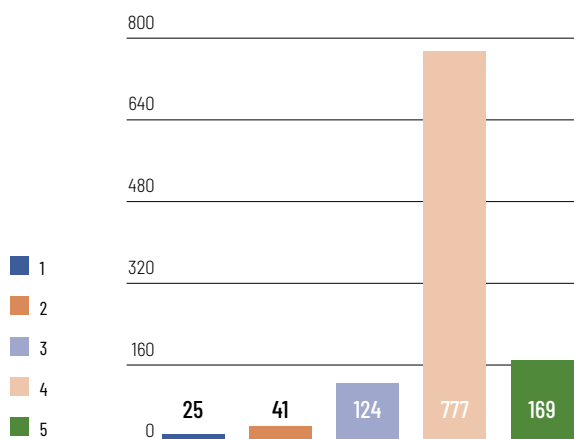
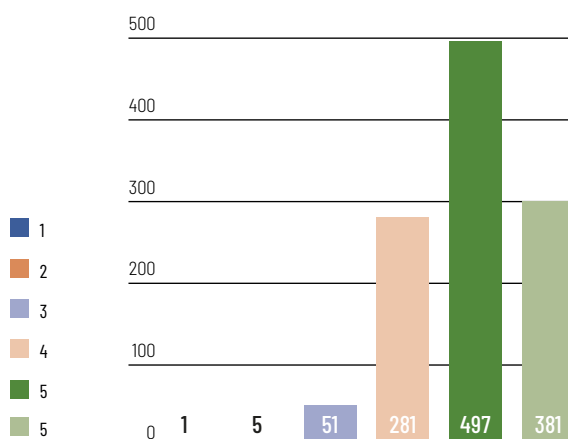


Gráfico A.6- Escolaridade



Em A.5: Variável "emprego ordem": 1- Estudante; 2- Desempregado; 3- Aposentado / Reformado; 4- Trabalhador por conta de outrem e 5- Trabalhador por conta própria. Em A.6: A numeração representa o nível de escolaridade dos indivíduos: 1- Não tem instrução primária concluída; 2- Tem instrução primária completa (4º ano/4ª classe); 3- Tem ensino básico completo (9º ano); 4- Tem ensino secundário completo (12º ano); 5- Tem ensino superior (politécnico ou universitário) completo, e 6- Tem Mestrado/MBA/Doutoramento.

No Gráfico A.5 observamos a distribuição da amostra tendo por base a precariedade face à situação laboral ou responsabilidade face à situação laboral. Neste contexto, os estudantes são os mais instáveis e menos responsáveis, seguido dos desempregados e aposentados e reformados. Destacamos como menos precários e mais responsáveis os trabalhadores por conta própria, seguidos dos trabalhadores por conta de outrem. A amostra está predominantemente concentrada nos trabalhadores por conta de outrem.

No Gráfico A.6 encontra-se o nível de escolaridade, verificando-se que 281 indivíduos na nossa amostra têm o ensino secundário completo, 497 têm ensino superior (politécnico ou universitário) completo e 301 têm Mestrado/MBA/Doutoramento. Assim, 798 indivíduos concluíram o ensino superior, tratando-se de uma amostra de indivíduos com boas habilitações académicas.

Gráfico A.7- Rendimento

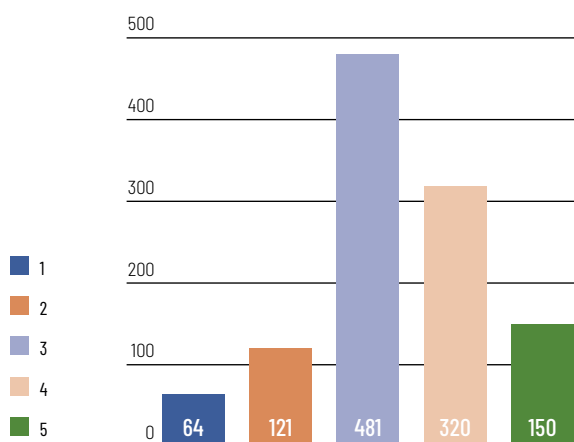
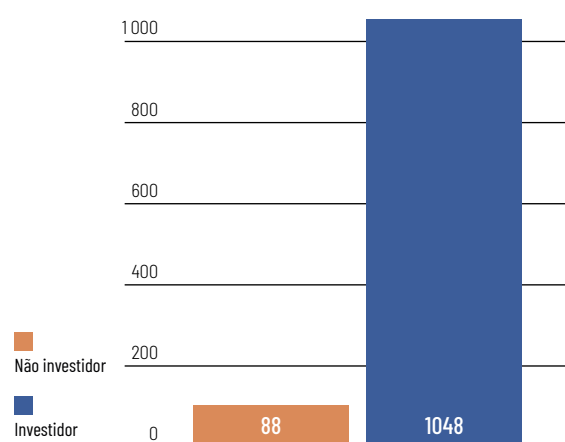


Gráfico A. 8- Investidores e não investidores



Em A.7: 1- Até 500€; 2- Entre 501€ e 1000€; 3- Entre 1001€ e 2500€; 4- Entre 2501€ e 4000€; 5- Mais de 4000€.

No Gráfico A.7 observamos a distribuição do rendimento dos inquiridos por classes. A classe que tem mais indivíduos é a classe 3 (indivíduos com um rendimento mensal disponível do agregado familiar entre 2501€ e 4000€). No Gráfico A. 8 constata-se que 1048 indivíduos são investidores e 88 são não investidores. Foram considerados investidores todos os indivíduos que possuíam em carteira pelo menos um dos seguintes tipos de ativos: dívida pública (certificados de aforro, certificados do Tesouro, obrigações do Tesouro); ações; obrigações de empresas; papel comercial; unidades de participação em fundos de investimento; produtos financeiros complexos; PPR; investimentos em *crowdfunding*; moedas digitais (Gabinete de Estudos da CMVM, 2019). Os não investidores são compostos por ex-investidores e indivíduos que nunca investiram. ●



Anexo B: Análise fatorial exploratória

ANEXO B: ANÁLISE FATORIAL EXPLORATÓRIA

De forma a tornar a análise mais robusta realizamos quatro análises fatoriais (com correlação de Pearson) utilizando-se os métodos: *principal factor* (PF), *principal-component factor* (PCF), *iterated principal factor* (IPF) e *maximum likelihood factor* (ML). Além dos quatro métodos padrão utilizados para extração, realizamos um segundo processo que tem por base variáveis dicotómicas ou ordinais, sendo usada uma matriz de correlação polychoric (Holgado–Tello, Chacón–Moscoso, Barbero–García e Vila–Abad, 2010; Baglin, 2014). Utilizando o comando `factormat` do Stata e substituindo a matriz de correlações de Pearson pela matriz de correlações de polychoric podemos adaptar o modelo para dados binários (0/1), ordinais ou contínuos.

Nas tabelas seguintes encontram-se os resultados dos dois processos utilizados e os 4 métodos de extração, tanto para a medida de aversão ao risco como para a de aversão à perda.

Tabela B.1- Análise fatorial com correlação de Pearson - Aversão ao risco

Fator	Método: maximum likelihood		Método: principal factors	
	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo
Fator1	1,555	1 1	1,360	1,225 1,225
			-0,042	-0,038 1,187
			-0,208	-0,187 1,000
Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Singularidade
risco_autoavaliado	0,763	0,418	0,753	0,433
risco	0,896	0,197	0,779	0,393
disposition_effect_ganhos_ord	0,413	0,830	0,432	0,814
R test: independent vs. saturated: $\chi^2(3)$		890,58***	890,58***	

Tabela B.1- Análise fatorial com correlação de Pearson - Aversão ao risco

Método: principal-component factors			Método: iterated principal factors		
Fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo	
Fator1	1,935	0,645 0,645	1,558	0,968 0,968	
Fator2	0,752	0,251 0,896	0,052	0,032 1,000	
Fator3	0,313	0,105 1,000	-0,000	-0,000 1,000	

Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Fator2	Singularidade
risco_autoavaliado	0,862	0,257	0,799	0,129	0,345
risco	0,884	0,219	0,860	0,027	0,260
disposition_effect_ganhos_ord	0,640	0,590	0,424	0,188	0,785

R test: independent vs. saturated: chi2(3)	890,58***	890,58***
--	-----------	-----------

Nota: * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

Na Tabela B.1 verificamos que o resultado dos quatro métodos de extração para a análise fatorial com correlações de Pearson são semelhantes. Em todos os modelos que apresentam a mesma conclusão apenas é identificado um fator. Além disso, todos os resultados apresentam cargas altas superiores a 0,4, o que reforça a estrutura proposta.

Tabela B.2- Análise fatorial com correlação de polychoric - Aversão ao risco

Método: maximum likelihood			Método: principal factors	
Fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo
Fator1	1,814	1 1	1,651	1,140 1,140
			-0,025	-0,018 1,122
			-0,177	-0,122 1,000
Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Singularidade
risco_autoavaliado	0,796	0,366	0,809	
risco	0,961	0,076	0,850	
disposition_effect_ganhos_ord	0,506	0,744	0,524	
R test: independent vs. saturated: chi2(3)		1308,38***	1308,38***	

Tabela B.2- Análise fatorial com correlação de polychoric - Aversão ao risco

Fator	Método: principal-component factors		Método: iterated principal factors	
	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo
Fator1	2,120	0,706 0,706	1,819	0,964 0,964
Fator2	0,652	0,218 0,924	0,068	0,036 1,000
Fator3	0,228	0,076 1,000	-0,000	-0,000 1,000

Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Fator2	Singularidade
risco_autoavaliado	0,881	0,224	0,835	-0,159	0,278
risco	0,913	0,167	0,921	0,027	0,150
disposition_effect_ganhos_ord	0,714	0,490	0,522	0,206	0,686

R test: independent vs. saturated: $\chi^2(3)$	890,58***	890,58***
--	-----------	-----------

Nota * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Na Tabela B.2 apresentamos os resultados da análise fatorial com correlações *polychoric*. Verifica-se que todos os métodos apresentam cargas fatoriais altas superiores a 0,4, reforçando os nossos resultados anteriores. De facto, as conclusões retiradas desta tabela são semelhantes às da análise efetuada à Tabela B.1, mas as cargas fatoriais com correlações *polychoric* são superiores às com correlações de Pearson (Holgado-Tello et al., 2010). Em suma, os dois modelos validam a relação entre as variáveis.

Por último, procedemos à estimação de medidas de tolerância pelo método de *regression scoring method* para todos os modelos. Na Tabela B.3 podemos observar as correlações das 8 medidas geradas pelos 8 modelos. Todas as correlações entre as variáveis obtidas a partir dos diferentes modelos (independentemente de o modelo ser obtido por correlações de Pearson ou de *polychoric*) são elevadas e significativas a 1%, o que nos permite concluir que não existe diferença significativa entre os diferentes processos de extração de dados.

Por esse motivo, optou-se pelo processo de análise fatorial com extração *maximum likelihood* (ML) com correlações de Pearson. O método ML tem sido amplamente usado na literatura; dado que posteriormente aplicaremos o método de equações estruturais às mesmas variáveis, o processo de extração por ML torna-se o mais adequado.

Tabela B.3 - Correlações entre as variáveis latentes resultantes dos diferentes processos de extração-Aversão ao risco

		ML
correlação de Pearson	aversao_risco_fac_ml	1.0000
	aversao_risco_fac_pf	0.9868*** (0.00)
	aversao_risco_fac_pcf	0.9608*** (0.00)
	aversao_risco_fac_ipf	0.9949*** (0.00)
correlações de polychoric	aversao_risco_fac_pol_ml	0.9909*** (0.00)
	aversao_risco_fac_pol_pf	0.9956*** (0.00)
	aversao_risco_fac_pol_pcf	0.9861*** (0.00)
	aversao_risco_fac_pol_ipf	0.9993*** (0.00)

Nota: P-values entre parênteses, * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Os resultados da análise fatorial com correlações de Pearson ou polychoric não geram resultados diferentes na medida de aversão ao risco. Contudo, falta validar a metodologia de aversão à perda (AP). Na tabela B.4 inferimos 4 medidas de aversão à perda com base nos métodos *principal factor* (PF), *principal-component factor* (PCF), *iterated principal factor* (IPF) e *maximum likelihood factor* (ML) e análise fatorial com uso da matriz de correlações de Pearson.

Tabela B.4- Análise fatorial com correlação de Pearson- Aversão à perda

Método: maximum likelihood			Método: principal factors		
Fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo	
Fator1	1,073	1 1	0,899	1,593	1,593
			-0,140	-0,248	1,344
			-0,194	-0,344	1,000
Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Singularidade	
risco_autoavaliado	0,528	0,722	0,508	0,742	
risco	0,626	0,609	0,564	0,682	
disposition_effect_ganhos_ord	0,635	0,596	0,568	0,677	
R test: independent vs. saturated: $\chi^2(3)$			390,55***	390,55***	

Método: principal-component factors			Método: iterated principal factors		
Fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo	
Fator1	1,709	0,570 0,570	1,076	0,994	0,994
Fator2	0,688	0,229 0,799	0,007	0,006	1,000
Fator3	0,602	0,201 1,000	-0,000	-0,000	1,000
Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Fator2	Singularidade
risco_autoavaliado	0,723	0,478	0,532	-0,071	0,712
risco	0,769	0,409	0,626	-0,036	0,607
disposition_effect_ganhos_ord	0,772	0,404	0,634	-0,024	0,598
R test: independent vs. saturated: $\chi^2(3)$			390,55***	390,55***	

Nota: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Todos os modelos apresentam cargas superiores a 0,4, o que justifica as variáveis escolhidas. Também se constata que os modelos estão completamente saturados pela observação do teste à saturação.

Na tabela B.5 apresentamos a análise fatorial para os 4 métodos, mas substituímos a matriz de correlações pela matriz de polychoric. Todos os métodos de extração apresentam cargas fatoriais superiores a 0,4 e são atribuídas apenas a um fator, validando-se a estrutura proposta. Verificamos ainda que os modelos estão completamente saturados. Logo, podemos afirmar que os modelos não refutam o modelo proposto.

Tabela B.5- Análise fatorial com correlação de polychoric - Aversão à perda

Método: maximum likelihood			Método: principal factors		
Fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo	
Fator1	1,465	1 1	1,291	1,339 1,339	
			-0,128	-0,133 1,206	
			-0,199	-0,206 1,000	
Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Singularidade	
risco_autoavaliado	0,614	0,623	0,603	0,637	
risco	0,772	0,404	0,697	0,514	
disposition_effect_ganhos_ord	0,702	0,508	0,665	0,558	
R test: independent vs. saturated: $\chi^2(3)$			746,68***	746,68***	

Método: principal-component factors			Método: iterated principal factors		
Fator	Valor próprio	Proporção Cumulativo	Valor próprio	Proporção Cumulativo	
Fator1	1,966	0,655 0,655	1,470	0,990 0,990	
Fator2	0,581	0,194 0,849	0,007	0,010 1,000	
Fator3	0,453	0,151 1,000	-0,000	-0,000 1,000	
Variável	Fator1	Singularidade	Fator1	Fator2	Singularidade
risco_autoavaliado	0,775	0,400	0,620	0,098	0,606
risco	0,837	0,299	0,765	-0,007	0,414
disposition_effect_ganhos_ord	0,815	0,335	0,707	-0,078	0,494
R test: independent vs. saturated: $\chi^2(3)$			746,68***	746,68***	

Nota: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Por último, procedemos à estimação das medidas de aversão à perda com correlações de Pearson e com correlações polychoric, para os 4 métodos de extração. Na Tabela B.6 os coeficientes de correlação estão todos perto de 0,99 e são todos significativos a 1%. Este resultado demonstra que, independentemente do tipo de correlação ou método de extração, os nossos resultados são semelhantes, não sendo identificadas diferenças significativas entre as variáveis latentes obtidas através de diferentes processos. Salientamos, assim, que o modelo apresentado é robusto e é validado por várias metodologias.

Em suma, a nossa comparação de resultados demonstra que não existem

diferenças significativas entre os processos de extração independentemente da matriz de correlações utilizada. Assim, neste trabalho utilizaremos uma análise fatorial (correlações de Pearson), com extração de fatores pelo método *maximum likelihood factor*.

Tabela B.6- Correlações entre as variáveis latentes resultantes dos diferentes processos de extração AP

		ML
correlação de Pearson	aversao_perda_fac_ml	1,0000
	aversao_perda_fac_pf	0,9988*** (0,00)
	aversao_perda_fac_pcf	0,9967*** (0,00)
	aversao_perda_fac_ipf	1,0000*** (0,00)
correlações de polychic	aversao_perda_fac_pol_ml	0,9997*** (0,00)
	aversao_perda_fac_pol_pf	0,9966*** (0,00)
	aversao_perda_fac_pol_pcf	0,9894*** (0,00)
	aversao_perda_fac_pol_ipf	0,9997*** (0,00)

Nota: P-values entre parênteses; * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01.



CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Nº 65 | ABRIL 2020