

# Algumas Considerações sobre a Especulação nos Mercados Financeiros

Miguel Montenegro Silva\*

## Resumo

*O conceito especulação é tradicionalmente gerador de tensões e discussões profundas, dada a diversidade de conotações positivas e negativas a que está associado. Neste trabalho, analisamos o conceito de especulação, partindo das interpretações mais comuns, com o objectivo de clarificar conceitos, identificar problemas e reflectir sobre eventuais soluções. Consideramos esta análise essencial para a identificação de comportamentos a incentivar, tolerar, controlar, restringir ou proibir com vista à construção de uma envolvente regulatória coerente, eficaz e eficiente. É igualmente feita uma breve apresentação de algumas iniciativas legislativas europeias que se têm debruçado sobre as questões apresentadas neste trabalho.*

**Palavras-Chave:** *Especulação, Mercados Financeiros, Regulação Europeia*

GABINETE DE PLANEAMENTO, ESTRATÉGIA, AVALIAÇÃO E  
RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
MINISTÉRIO DAS FINANÇAS E DA ADMINISTRAÇÃO  
PÚBLICA

Av. Infante D. Henrique, 1C – 1º  
1100 – 278 LISBOA

[www.gpeari.min-financas.pt](http://www.gpeari.min-financas.pt)

\* Técnico do GPEARI-MFAP. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade do autor podendo não coincidir com as da instituição. Todos os erros e omissões são da responsabilidade do autor.

## 1. Introdução

De acordo com o dicionário Bertrand<sup>1</sup>, o termo especulação (do latim *specular*, “observar”, “investigar”) designa i) investigação teórica, ii) empreendimento comercial, iii) empreendimento com mira em lucro, iv) exploração ardilosa e v) contrato ou negócio em que uma das partes abusa da boa fé da outra. Outras definições associam o mesmo termo a lucros exagerados, elevada alavancagem, horizonte de curto prazo e aproveitamento de movimentos de preço.

O facto de o significado do termo em questão ter evoluído da simples “observação” até “empreendimento” e “exploração ardilosa” poderá reflectir o próprio processo de investimento segundo o qual, após observação e análise, os “observadores” utilizam os seus conhecimentos em proveito próprio para agir de boa ou má fé.

Esta diversidade de conotações, positivas e negativas, ajuda igualmente a compreender as tensões e discussões que o conceito gera, uma vez que aparece simultaneamente como o ingrediente essencial no sistema capitalista e um dos seus maiores parasitas.

O objectivo deste trabalho é o de clarificar o conceito de especulador, nas suas várias vertentes, procurando identificar problemas e reflectir sobre eventuais soluções. Esta análise é essencial para a identificação de comportamentos a incentivar, tolerar, controlar, restringir ou proibir com vista à construção de uma envolvente regulatória coerente, eficaz e eficiente.

Começamos este trabalho tentando perceber o lugar da especulação (Secção II) para, com base nesse ponto de partida, analisar as diferentes interpretações (Secção III) e discutir as principais questões levantadas (Secção IV). Antes da conclusão (Secção VI) é feita uma ponte com a legislação europeia (Secção V).

<sup>1</sup> Grande Dicionário Bertrand, 23ª Edição, Direcção de Cândido Figueiredo.

## 2. O Conceito de Especulação

Nos mercados financeiros, o conceito de especulação concorre com os conceitos de cobertura de risco (*hedging*), de arbitragem e de criação de mercado (*market making*), como motivo para efectuar uma transacção financeira. Desta forma, uma transacção efectuada por um agente será considerado “especulação” se o objectivo consistir na obtenção de exposição a um determinado activo<sup>2</sup>, “cobertura” caso o objectivo consista na eliminação de uma exposição a determinado activo, “criação de mercado” caso resulte de uma disposição permanente para negociar por iniciativa de terceiros e “arbitragem” caso o objectivo consista em tirar partido de uma ineficiência de mercado, obtendo um lucro certo sem tomada de riscos.

Frequentemente o conceito de investimento é igualmente oposto ao de especulação, como forma de diferenciar as situações onde o agente obtém exposição a um determinado activo para lucrar com os respectivos fluxos de caixa (investimento), daquelas onde obtém a exposição para beneficiar de movimentos de preço (especulação). No entanto consideramos que quando um agente obtém exposição a um activo é, de acordo com a definição anterior e salvo restrições de gestão, simultaneamente especulador e investidor dado que tomará sempre em consideração, nas suas decisões presentes futuras, a relação entre preços e fluxos de caixa<sup>3</sup>.

Neste artigo partimos da seguinte “versão base” do termo especulador: agente que i) observa e estuda o mercado, ii) forma expectativas quanto à evolução do mesmo, iii) desenha uma estratégia para lucrar com as suas expectativas e iv) implementa a sua estratégia recorrendo à utilização de capital e execução de transacções financeiras.

Partindo desta versão exploramos algumas das restantes concepções e interpretações do termo como seja a associação i) a operações de curto prazo com elevada alavancagem, ii) a comportamentos ilícitos, iii) a comportamentos desestabilizadores de mercado e iv) a lucros auferidos de forma injusta.

## 3. Análise das Diferentes Interpretações do Conceito de Especulação

Nesta secção analisamos brevemente as quatro interpretações de especulação apresentadas anteriormente. No entanto, antes de iniciar a referida análise é útil perceber como a economia e as finanças têm tratado o tema, dado que o trabalho nestas áreas tem vindo a contribuir para o desenvolvimento deste conceito.

### *Especulação na economia e nas finanças*<sup>4</sup>

De acordo com a teoria financeira clássica<sup>5</sup>, a existência de mercados eficientes depende da ausência de custos de transacção e do acesso dos agentes a toda a informação. Naturalmente, estas condições têm subjacente a existência de agentes motivados pelo lucro e com liberdade para transaccionar, que aferem constantemente a adequação dos preços à informação disponível. Esta concepção está muito próxima do conceito base adoptado neste artigo, podendo resumir-se muito simplesmente à regra “comprar barato e vender caro”, independentemente da forma como a análise foi efectuada, do horizonte temporal considerado e dos instrumentos utilizados.

---

<sup>2</sup> Por exposição de um agente a determinado activo entende-se a sensibilidade do valor do património desse agente a variações do preço do referido activo.

<sup>3</sup> Por exemplo, um investidor que considere que um activo seu esteja sobreavaliado poderá vendê-lo mesmo que não o tenha planeado fazer inicialmente, por outro lado, um especulador poderá conservar até à maturidade activos, comprados para venda no curto prazo, se considerar que o preço não reflecte os verdadeiros riscos.

<sup>4</sup> Este tópico não pretende ser um levantamento bibliográfico exaustivo da teoria económico-financeira sobre especulação, pretende-se apenas apresentar alguns contributos nesta área.

<sup>5</sup> Fama, 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*.

Tradicionalmente, assume-se que o agente é *price-taker*, i.e., que a sua acção individual não tem consequências sobre o mercado, e que o agente actua de forma leal. Friedman<sup>6</sup>, um dos principais defensores deste comportamento, considera o trabalho dos especuladores essencial para i) a gestão dos riscos provenientes da economia real e ii) a estabilização de movimentos desprovidos de sentido.

No entanto, outras correntes económicas defendem que a actuação destes agentes tem potencial para desestabilizar o mercado, que os lucros são auferidos injustamente e/ou que não contribuem para uma melhor alocação de recursos. Keynes<sup>7</sup> argumenta que os especuladores tendem a perder a referência da economia real, passando apenas a actuar em função das expectativas sobre o comportamento uns dos outros, entrando numa dinâmica que se auto-alimenta (*selfreferencial*) e que cria “ondas de optimismo e pessimismo”. Por seu turno, Stiglitz<sup>8</sup> chega, em certa medida, a conclusões semelhantes ao introduzir a ideia da impossibilidade da existência de mercados informacionalmente eficientes<sup>9</sup>. Esta ideia levanta ainda outras questões, como seja a relativização da associação da liquidez de um mercado à respectiva eficiência: se num mercado extremamente líquido a percepção de eficiência elevada reduzir o valor acrescentado percebido da recolha de nova informação então haverá menos recolha de informação e a eficiência será menor.

Para além dos problemas mencionados, há outras questões que surgem associadas à especulação, nomeadamente i) a actuação de agentes com posições cuja dimensão afecta o mercado, ii) o *herd behaviour*<sup>10</sup>, iii) o *disaster myopia*<sup>11</sup> ou iv) a existência de problemas de agência.

### *Alavancagem com horizonte de curto prazo*

Conforme referido, há quem classifique de especulação as operações de curto prazo que procurem beneficiar da flutuação dos preços dos activos, em oposição ao conceito de investimento (horizonte de longo prazo e benefício retirado dos fluxos de caixa reais do investimento). Quanto ao papel da alavancagem nesta dicotomia, ela é frequentemente associada às operações de curto prazo, apesar de ser igualmente possível nas de longo prazo. Assim, esta interpretação toma como especulação um subconjunto das situações consideradas na definição base.

Se por um lado é frequentemente considerado que a diversidade de pontos de vista enriquece o processo de formação de preços<sup>12</sup>, por outro Keynes<sup>13</sup> considera que este seria precisamente o caso onde as suas críticas se aplicariam, dado que efectua igualmente a distinção entre especuladores (desnecessários e prejudiciais) e investidores (úteis e benéficos). Por outro lado, a actuação com elevada alavancagem e com o objectivo de obtenção de lucros com base em movimentos de preço de curto prazo poderá evidenciar a existência de problemas de agência adicionais caso o sistema de incentivos assim o permita.

<sup>6</sup> Friedman, 1953, *The case for Flexible Exchange Rates* em *Essays in Positive Economics*, pag 157-204. Neste livro Friedman analisa o papel dos especuladores no mercado cambial, no entanto muitas das suas observações são facilmente transponíveis para os restantes mercados.

<sup>7</sup> Keynes, 1936, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Capítulo 12 The State of Long Term Expectation.

<sup>8</sup> Grossman & Stiglitz, 1980, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*; Stiglitz, 1989, Using tax policy to curb speculative short-term trading.

<sup>9</sup> Ideia segundo a qual o mercado não pode reflectir em cada momento toda a informação, uma vez que desapareceriam os incentivos de recolha de informação adicional e o mercado deixaria de reflectir toda a informação por ausência de agentes dispostos a recolha-la.

<sup>10</sup> *Herd behaviour* é um termo usado para descrever situações em que indivíduos em grupo reagem todos da mesma forma sem que exista direcção planeada. Ocorre frequentemente em contextos de informação assimétrica ou incerteza, quando uma grande parte dos agentes participantes de um dado mercado não tem informações suficientes para a tomada de decisão e cada agente decide imitar a decisão de outros, supostamente mais bem informados, ou seguir a maioria.

<sup>11</sup> *Disaster myopia* refere-se à propensão para os agentes subestimarem a probabilidade de resultados adversos, em particular eventos com probabilidade reduzida que ocorreram pela última vez num passado distante.

<sup>12</sup> Por exemplo, os especuladores, caracterizados pela liberdade de actuação e capacidade de análise, conseguiriam distinguir movimentos “irracionalis” de curto prazo, resultantes da irregularidade das necessidades de cobertura de risco inerentes à economia real, e agir, colocando-se do lado oposto da transacção, reduzindo a volatilidade “natural” do activo.

<sup>13</sup> Keynes, 1936, *The beauty contest* em *The General Theory of Employment Interest and Money*, Capítulo 12 The State of Long Term Expectation

Ainda relacionados com a actuação de curto prazo, mas não necessariamente com a noção de alavancagem, estão quatro outros tópicos muito frequentemente referidos nestas discussões: ataques especulativos, excesso de liquidez, análise técnica e algoritmos automáticos.

### *Comportamentos ilícitos*

Neste domínio estão os comportamentos abusivos de mercado, como seja a manipulação de mercado (lançamento de rumores, *cornering the market*<sup>14</sup> entre outras formas de manipulação de preços<sup>15</sup>) ou o abuso de utilização de informação privilegiada (*inside trading, front running*). Podemos enquadrar estes comportamentos dentro da concepção base de especulação, com a particularidade de a observação e/ou intervenção ser ilegítima.

Não menos importantes no capítulo do ilícito encontram-se os conflitos de interesse, as situações onde uma instituição ou indivíduo gere objectivos e mandatos contraditórios entre si. Para além do abuso de informação privilegiada, que poderá ser considerado um exemplo de conflito de interesses, existem muitas outras situações com potencial para prejudicar a integridade do mercado.

### *Comportamentos desestabilizadores de mercado*

Relativamente à desestabilização dos mercados, ela poderá ser voluntária ou involuntária, sendo que a voluntária se enquadra nos comportamentos abusivos de mercado, já referidos anteriormente. Quanto à involuntária, esta não constitui em si uma concepção de especulação, surgindo antes como efeito secundário do funcionamento dos mercados. São exemplo destes efeitos o *herd behaviour* e o *disaster myopia*, condutas humanas que, quando aplicadas aos mercados, tendem a produzir tendências insustentáveis (bolha) e movimentos bruscos (pânico), que poderão ser mitigados ou estimulados consoante o sistema de incentivos existente.

Ainda no domínio da desestabilização involuntária incluem-se acções de especuladores que, pela dimensão da sua intervenção face à liquidez disponível no mercado, têm potencial para alterar significativamente as condições de negociação.

Em todas as situações até agora referidas importará perceber em que medida a acção foi involuntária, se existe alguma responsabilidade por parte do agente e se os prejuízos para o mercado podem ser evitados por medidas preventivas.

### *Lucros auferidos de forma “injusta”*

Tal como no caso dos comportamentos desestabilizadores de mercado, os lucros “injustos” não constituem uma verdadeira concepção sobre o conceito de especulação, sendo uma referência à distribuição de rendimentos. De referir, ainda, que a percepção de injustiça e ilegitimidade aplica-se tanto aos lucros do sector financeiro, como às remunerações de alguns dos seus colaboradores.

---

<sup>14</sup> *Cornering the market* (encurrular o mercado) consiste na compra em mercado de determinado activo em quantidades tais que o seu preço de mercado se modifica.

<sup>15</sup> Um exemplo dessas outras formas de manipulação é o *quote-stuffing*, prática pela qual as ofertas de compra e venda (*bid e offer*) são dadas de forma a manipular a percepção do preço médio de mercado (*mid market*).

#### 4. Reflexão sobre Algumas das Questões Inerentes às Diferentes Interpretações do Conceito de Especulação

Esta secção tem como objectivo discutir algumas das questões levantadas na secção anterior, nomeadamente i) a importância da especulação, ii) a irracionalidade dos mercados, iii) os problemas de agência, iv) as operações de curto prazo, v) a responsabilização dos agentes por determinados movimentos de mercado, vi) as rendas do sector financeiro e vii) os problemas resultantes da inovação financeira.

##### *A importância da especulação*

É muito discutido o papel do especulador na formação dos preços: há quem o defenda por ser essencial, há quem o critique por ser destabilizador. Já menos discutidos têm vindo a ser i) o papel do legislador, como factor que afecta muitas decisões de investimento, substituindo-se, directa ou indirectamente<sup>16</sup>, ao próprio especulador e ii) os meios à disposição dos investidores para mandatarem de forma relativamente restritiva os gestores, seja directa ou indirectamente<sup>17</sup>. Com efeito, actualmente, uma parte substancial das decisões de investimento não se prende necessariamente com as oportunidades inerentes a cada activo, mas sim com o cumprimento de regras pré-definidas. Assim, sem colocar em causa a importância destas regras, é essencial que o seu peso seja contrabalançado por agentes que questionam constantemente as decisões de investimento pelo seu valor próprio.

Assim, são necessários agentes que observem o mercado, formem expectativas e tenham alguma liberdade de actuação, sob o risco de este se tornar meramente *selfreferencial*. Porém, para tal, é essencial que a informação circule livre e equitativamente, que os mandatos de gestão permitam aos investidores ver as suas preferências adequadamente representadas e que todos os instrumentos possam ser livremente transaccionados.

##### *Irracionalidade dos mercados: bolhas e pânico*

As grandes tendências dos mercados poderão ter diversas origens como sejam a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos, a regulação, a intervenção directa das autoridades, entre outras, para além de poderem resultar da combinação de múltiplos factores. A intervenção de especuladores constitui, sem dúvida, uma outra fonte para estas tendências, seja por estarem sujeitos aos fenómenos de *herd behaviour* ou *disaster myopia*, seja pelo seu papel de líderes de opinião.

No primeiro caso, e quando se trata da gestão de activos, os gestores/especuladores trocam frequentemente o esforço de investigação e o risco de falhar quando todos os outros acertam, pela certeza i) de estar certo quando os outros estão certos e ii) de falhar apenas quando os outros falham. Igualmente ignorados são os eventos com baixa probabilidade de ocorrência em troca de um retorno adicional. Contra estes comportamentos é essencial uma concorrência mais transparente entre gestores, maior literacia financeira dos investidores, bem como a protecção dos investidores contra eventuais abusos de gestores. Quanto ao seu papel enquanto líderes de opinião, é essencial a existência de um regime de transparência e de responsabilização destes agentes. Só assim é possível evitar tentativas de manipulação de mercado e simultaneamente contribuir para a discussão de ideias.

---

<sup>16</sup> Directamente através de fundos de investimento soberanos e fundos de capitalização da segurança social. Indirectamente através da regulação financeira.

<sup>17</sup> Como exemplo de mandatos restritivos directos temos fundos que seguem índices (acções, obrigações, mercadorias, etc.); como exemplo de mandatos restritivos indirectos temos fundos com restrições de actuação em determinado mercado, que acabam, em grande medida, por seguir o respectivo índice porque inevitavelmente são comparados com ele.

Ainda sobre tendências insustentáveis, Alder Turner<sup>18</sup>, *chairman* da FSA, sugere uma política macroprudencial activa, de forma a que fluxos e agregados macroeconómicos, nomeadamente os que resultam da concessão de crédito, possam ser melhor “conduzidos”, sem prejudicar a condução de outras políticas. É, sem dúvida, uma proposta interessante, não esquecendo porém que por detrás de “um nível excessivo de estabilidade” poderá estar a criação da instabilidade<sup>19</sup>.

### *Problemas de agência*

Este problema, associado à assimetria de informação, relaciona-se com praticamente todos os aspectos analisados neste trabalho, sendo a sua resolução/atenuação, tanto pela gestão de conflitos de interesse existentes, como pelo desenho de um sistema de incentivos adequado, basilar em todas as relações financeiras. O motivo para esta omnipresença é o facto de tipicamente o especulador ser um gestor com um mandato conferido pelo detentor do capital.

Sendo a existência de conflitos de interesse inevitável nas situações de agência, cabe ao legislador enquadrar devidamente cada situação (proibir, limitar, mitigar, tolerar) e, sobretudo, efectuar uma monitorização adequada. Com efeito, muitos destes conflitos ocorrem no seio de organizações<sup>20</sup>, fora do alcance da monitorização das autoridades, tornando as infracções indetectáveis. Assim, e apesar de alguns dos conflitos de interesse recolherem alguma atenção e estarem devidamente enquadrados, é essencial um escrutínio permanente das relações financeiras para identificar e enquadrar novos conflitos de interesse e monitorizar aqueles que já tenham sido identificados.

Para ultrapassar o risco moral latente nas situações de agência são desenhados sistemas de incentivos que pretendem proteger e alinhar interesses entre o principal e o agente<sup>21</sup>. Quando mal desenhados<sup>22</sup>, estes sistemas de incentivos têm potencial para afastar as decisões de investimento das preferências dos investidores finais, tipicamente em favor de estratégias envolvendo maior risco ou passividade. O risco e a passividade acrescidos podem contribuir para a distorção dos preços do mercado, a consequente alocação deficiente de activos e eventual formação de bolhas. Assim, nesta área tradicionalmente fora do âmbito do legislador, é importante a existência de algum controlo, dado que as condições são frequentemente definidas pelos agentes.

### *Operações de curto prazo*

Sobre as operações de curto prazo iremos analisar brevemente as quatro questões referidas anteriormente: ataques especulativos, excesso de liquidez, análise técnica e algoritmos automáticos.

Os ataques especulativos são tradicionalmente associados à venda de uma divisa, em volumes superiores ao normal, por agentes previamente inactivos<sup>23</sup>. Assim definidos estes ataques são tipicamente um braço de ferro entre um grupo de agentes e um governo onde são testados os compromissos cambiais assumidos por este último. Esta questão afasta-se assim consideravelmente das restantes questões abordadas neste artigo, que se debruça sobre a interacção dos diversos agentes anónimos num mercado. Por este motivo, e apesar de os ataques especulativos serem por vezes associados a outros activos, não iremos aprofundar o tema.

---

<sup>18</sup> Turner, 2010, *What banks do, what should they do and what public policies are needed to ensure best results for the real economy?* [http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/at\\_17mar10.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/at_17mar10.pdf)

<sup>19</sup> Recorde-se que a estabilidade económica que vigorou desde o início da década de 90, resultado de uma manipulação activa do nível das taxas de juro por parte dos bancos centrais, é um dos principais motivos avançados na explicação da crise actual.

<sup>20</sup> Exemplo de um conflito merecedor de grande atenção são as relações dos grupos financeiros com os gestores de fundos por si patrocinados, que, apesar da separação patrimonial existente, permanecem intimamente ligados, seja por motivos históricos, estratégicos, comerciais ou reputacionais.

<sup>21</sup> Principal e agente são os termos utilizados em economia para designar os dois elementos de um problema de agência: o principal confere um mandato ao agente para que este aja em nome do primeiro, na linha das suas preferências.

<sup>22</sup> Um mau exemplo seria um sistema de incentivos extremamente assimétrico, no qual os agentes não são afectados quando uma operação produz resultados negativos, mas, em contrapartida, são extremamente bem recompensados no caso contrário.

<sup>23</sup> Ver Krugman, 1975, *A Model of Balance-of-Payments Crisis*, um dos primeiros *papers* sobre ataques especulativos

O risco de o excesso de liquidez criar a percepção de baixo valor acrescentado sobre a recolha de nova informação, é real e patente no número de fundos e gestores que se limitam a seguir índices de mercado sem arriscar tomar posições muito diferentes. No entanto, caso exista uma classe de especuladores activa e uma circulação de ideias e de informação saudável, esta questão poderá não ser tão grave. Um outro perigo relacionado com o excesso de liquidez será o da liquidez virtual, i.e., uma situação em que em tempos normais há muitas transacções, mas quando é efectivamente necessário, seja pela execução de uma ordem de grande montante ou pela ocorrência de uma situação de stress no mercado, não há interessados em transaccionar o activo. Nesta situação não há que procurar diminuir a liquidez excessiva<sup>24</sup>, antes exigir aos agentes que actuam nesses mercados e às autoridades competentes que analisem adequadamente a liquidez do mercado.

A análise técnica<sup>25</sup> é frequentemente vista como uma “ciência menor” por ser unidimensional e não prospectiva. No entanto, não há evidência empírica que sustente que os agentes que a utilizam sejam superados pelos restantes, pelo que a sua irrelevância continua por demonstrar. Com efeito, sendo a intervenção dos investidores o resultado da interacção de i) dados fundamentais com os ii) mandatos dos gestores/objectivos dos investidores e a iii) psicologia humana, a utilização de um método não prospectivo não é desprovido de valor, porque tanto os mandatos de gestores, os objectivos de investidores e a psicologia humana são relativamente estáveis.

Por fim, sobre a utilização de algoritmos para negociação, que apesar de não ser novidade, tem ganho notoriedade com o evoluir das infra-estruturas de negociação, que permitiram o acesso e a utilização de informação de forma instantânea. De facto, os algoritmos automáticos são actualmente utilizados em qualquer negociação independentemente do seu objectivo: actividades de *market making*, cobertura dinâmica, execução de ordens<sup>26</sup> ou implementação de estratégias de negociação. Por outro lado, a utilização de algoritmos para implementar regras de especulação com base em informação passada sofre precisamente a mesma crítica que a análise técnica. Outros problemas relacionados com o *high frequency trading*<sup>27</sup> serão analisados posteriormente.

### *Responsabilização dos agentes por determinados movimentos de mercado*

A capacidade de os especuladores, com os seus negócios e comentários, influenciarem o preço dos activos tem sido referida em diversas ocasiões. A preocupação frequentemente referida é de que estas intervenções provoquem um desfasamento entre o preço fundamental e o preço que o activo atinge na sequência da intervenção dos especuladores. Neste domínio, tal como nos conflitos de interesse, o legislador deve tomar algumas opções legislativas sobre o que proibir, limitar, mitigar e tolerar.

Por princípio, os participantes no mercado devem permanecer, tanto quanto possível, *price takers*, sendo que qualquer acção com potencial para influenciar o sentido do mercado deveria ser condicionada. O maior problema surge aquando de uma influência involuntária, dado que quando a influência sobre os preços é voluntária, no âmbito da manipulação de mercado, não existem dúvidas sobre a necessidade da sua proibição. Quando, devido à dimensão da sua posição e/ou iliquidez do mercado, alguns agentes se encontram numa situação em que qualquer transacção sua altera o preço de mercado, estes agentes deveriam ter responsabilidades acrescidas para proteger o restante mercado das suas acções.

Tradicionalmente há algumas obrigações quando um investidor atinge ou pretende atingir uma posição longa significativa em determinado activo. No entanto, estas obrigações poderia ser mais exigentes, se activadas quando um investidor

<sup>24</sup> Excepto em situações muito particulares relacionadas com outras questões, como, por exemplo, quando um gestor efectua muitas transacções para aumentar as comissões recebidas.

<sup>25</sup> Análise de determinado título ou subjacente, com o objectivo de prever o seu comportamento futuro, que se baseia única e exclusivamente em dados de mercado passados.

<sup>26</sup> De acordo com o relatório conjunto SEC-CFTC (<http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>), o *flash crash* de 10 de Maio de 2010 foi originado pela utilização de um algoritmo pouco apropriado na execução de uma ordem de um cliente.

<sup>27</sup> *High frequency trading* consiste na execução de estratégias de negociação computadorizadas caracterizadas pela utilização de períodos de detenção dos activos comprados extremamente curtos.

tivesse indícios para acreditar que a sua acção teria impacto no mercado, e simétricas, tratando de igual forma posições curtas e longas.

Para além das intervenções directas no mercado é igualmente importante considerar a responsabilidade dos agentes relativamente às opiniões por si expressas, uma vez que estas têm potencial para influenciar mais o mercado que qualquer intervenção directa. Sem prejuízo das situações de manipulação de mercado, os agentes devem ter direito a executar os negócios que entenderem e a manifestar a sua opinião desde que sejam transparentes e “accountables” relativamente às suas posições passadas e futuras.

### *Rendas do sector financeiro*

As remunerações e lucros do sector financeiro têm vindo a ser classificadas por muitos de excessivas, dados os montantes elevados em causa e o pequeno valor acrescentado percebido. As instituições do sector financeiro argumentam que o mercado dos serviços financeiros é concorrencial, pelo que os lucros deverão ser justos, referindo ainda a necessidade de remunerar adequadamente os seus trabalhadores para não os perderem para a concorrência. Por seu turno, os trabalhadores do sector financeiro alegam dar um contributo à sua empresa muito maior do que a remuneração auferida.

No entanto, este mercado não é concorrencial, uma vez que as economias de escala e as barreiras à entrada o tornam oligopolístico e que a assimetria de informação (entre gestores, intermediários e clientes) permite às instituições extrair frequentemente uma margem elevada. Para além destes elementos, há que considerar i) o subsídio implícito representado pela garantia às instituições sistémicas e ii) a elevada mobilidade do capital que permite a estas instituições efectuar uma optimização fiscal sem paralelo. Dado que os trabalhadores operam sob estas condições, não é de estranhar que proporcionem às instituições rendimentos acima do normal.

Para atenuar estes problemas é necessário, antes de mais tornar as instituições passíveis de liquidação sem recurso a apoio governamental, retirando, na medida do possível, o carácter sistémico ao sector financeiro. Por outro lado, para proteger clientes de margens excessivas, é necessário promover a informação disponibilizada aos clientes das instituições financeiras, bem como a sua capacidade para a analisar (literacia financeira) e a responsabilidade destas nas decisões dos seus clientes menos sofisticados. Por último, a questão da estrutura de mercado deverá ser analisada pelas autoridades de concorrência e supervisores financeiros.

Como foi apontado, o sistema de incentivos/remunerações é uma ferramenta importante na gestão de risco de uma instituição financeira. Como tal deverá ser alvo de orientações por parte do legislador, tal como são muitas das restantes ferramentas de gestão de risco. Neste particular é essencial alinhar os interesses dos trabalhadores com os da instituição, tanto de longo como de curto prazo, bem como impor o alinhamento de remunerações de quem toma riscos com as remunerações de quem os supervisiona e fiscaliza.

### *Problemas resultantes da inovação financeira*

A competição entre instituições leva à permanente inovação nos mercados financeiros, tornando a regulação e supervisão ainda mais exigentes, até porque algumas das “inovações” têm por objectivo explorar ineficiências na regulação/supervisão.

Um exemplo dos novos desafios colocados aos supervisores é o acesso directo de alguns agentes às plataformas de negociação, permitindo a implementação de sistemas de negociação automáticos. Conforme referido anteriormente, este acesso, apesar da sua utilidade inegável, coloca diversas questões no que refere ao *high frequency trading*, nomeadamente no que refere ao acesso ao mercado e à manipulação de mercado. Sobre o acesso ao mercado é preocupante o facto de os agentes que dispõem de acesso directo terem uma vantagem em relação aos restantes agentes, uma vez que acedem e reagem à informação em primeiro lugar. Por outro lado, mesmo entre os agentes que acedem directamente ao mercado há desigualdades, dado que a distância física entre os servidores do mercado e os agentes que dispõem de acesso directo determina a velocidade a que a informação é transmitida, conferindo uma vantagem aos agentes que dispõem de



servidores perto dos servidores da bolsa. Relativamente à manipulação de mercado são extremamente graves as notícias<sup>28</sup> de que alguns agentes utilizam o acesso directo para introdução e cancelamento de ordens, sem que haja tempo para uma contraparte a executar (*quote stuffing*). Os objectivos deste comportamento não são claros mas há suspeitas de que poderão ser tentativas de manipular o *bid-offer*, de sobrecarregar dos servidores para atrasar a execução normal das ordens de mercado ou de perturbar o tratamento de dados dos restantes agentes.

Estas questões deverão ser enquadradas devidamente, sem prejudicar o contributo positivo destes novos sistemas, de forma a garantir o acesso equitativo ao mercado e evitar a manipulação do mesmo.

## 5. Legislação Europeia

Face aos problemas anteriormente identificados, e de muitas outras questões, os mercados financeiros têm vindo a ser sujeitos a regulação e supervisão. Nesta secção introduzimos alguns exemplos de iniciativas legislativas europeias que se têm debruçado sobre as questões apresentadas neste trabalho, sem contudo ter a pretensão de fazer uma análise exaustiva da questão.

Um dos temas mais recorrentes neste contexto prende-se com a garantia da igualdade entre todos os agentes relativamente à informação a que acedem. Daqui decorrem as regras sobre divulgação de informação, consideradas na Directiva da Transparência (2004/109/CE, DT), que prevêem<sup>29</sup> que esta tenha de ser exacta, completa e oportuna. Ainda no domínio da informação, a Directiva de Abuso de Mercado (2003/6/CE, DAM) prevê regras sobre a utilização de informação privilegiada (*inside information*) e a Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (2004/39/CE, DMIF) estabelece obrigações de divulgação de informação pré e pós negociação (antecipa-se que estas obrigações sejam estendidas aos derivados OTC).

Outro princípio a ter em conta na construção de um mercado íntegro será o de evitar que alguns agentes manipulem artificialmente as condições de mercado. Este problema é tratado na DAM no âmbito do abuso de mercado, onde são abordadas, entre outras questões, a difusão de falsos rumores, o *front running* e a colocação e execução de ordens com o objectivo de induzir os outros investidores em erro.

De certa forma relacionado com os temas anteriores, por se tratar de uma questão transversal, está o tratamento de conflitos de interesse. Vários casos são tratados na legislação europeia, como i) a recomendação de estratégias de investimento efectuada por indivíduos e/ou entidades com interesses nos mercados/activos onde as recomendações são feitas (Directiva 2003/125 que estabelece as modalidades de aplicação da DAM), ii) a execução de ordens de diversos clientes (Directiva 2006/73 que aplica a DMIF), iii) os conflitos de interesse decorrentes da inserção de uma sociedade gestora de fundos num grupo<sup>30</sup> (Directiva 2010/43 que aplica a Directiva 2009/65). A legislação vai abordando estes e outros conflitos de forma diferenciada proibindo (*front running*, *inside information*), impondo transparência (recomendações de compra) ou sugerindo códigos de conduta internos e *Chinese Walls* (DAM).

Uma questão igualmente importante é a liberdade de actuação dos agentes. A legislação europeia confere-lhes, por “default”, liberdade de actuação, definindo condições e/ou restrições pontualmente, sem que exista um regime geral que governe a intervenção das autoridades em situações de emergência. Esta omissão será ultrapassada caso a recente proposta da Comissão Europeia para um Regulamento sobre vendas a descoberto (COM 2010/482, de 15/09/2010) seja adoptada, uma vez que nele é criado um regime de intervenção das autoridades competentes em situações de emergência.

<sup>28</sup> [http://www.nytimes.com/2010/08/23/business/23flash.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2010/08/23/business/23flash.html?_r=1)

<sup>29</sup> Sobre a informação a prestar por emitentes e accionistas com posições qualificadas.

<sup>30</sup> Por exemplo, a gestão de mandatos que incluem a possibilidade de compra de títulos emitidos por entidades do grupo onde a sociedade gestora se insere, ou cuja emissão foi patrocinada

Um outro tema muito referido ao longo deste trabalho, o sistema de incentivos, foi recentemente alvo do trabalho da Comissão Europeia que, na sequência dos trabalhos no G20, elaborou recomendações sobre remunerações (2009/384/CE), que serão posteriormente acompanhadas por legislação sectorial.

Por fim, uma referência à recém-criada estrutura europeia de supervisão. Em particular, estão em processo de criação as Autoridades Europeias de Supervisão com o objectivo de conferir uma dimensão europeia à regulação e supervisão financeiras na UE. Efectivamente, apesar de os especuladores actuarem à escala global, a regulação e supervisão continuam, em muitos aspectos, nacionais. A criação das referidas autoridades permitirá que as diferenças nacionais se esbatam na UE e que todos os intervenientes nos mercados da UE recebam igual tratamento. Para além das Autoridades Europeias de Supervisão foi criado o Comité Europeu de Risco Sistémico, que pretende responder às recentes preocupações sobre risco sistémico, incluindo a análise de tendências, fluxos e comportamentos potencialmente insustentáveis. Este comité, bem como a criação de estruturas com preocupações semelhantes a nível nacional, vêm responder a uma lacuna no actual sistema de supervisão, que se tem centrado demasiado nas instituições, perdendo a necessária perspectiva global/macprudencial.

## 6. Conclusão

Neste trabalho procurámos analisar o conceito de especulação partindo das interpretações mais comuns, com o objectivo de afastar posições extremas que a aceitam ou rejeitam incondicionalmente. Acreditamos ter contribuído para uma distinção mais clara entre comportamentos impróprios, consequências a evitar ou mitigar e situações excepcionais. Esperamos, ainda, que esta análise seja útil para a leitura da actual legislação europeia e para o acompanhamento das reformas da regulação e supervisão financeiras actualmente em curso.