



Manipular, perverter, corromper, viciar.

A manipulação de mercado é tida, grosso modo, quando se verifique um comportamento negocial ou informativo por parte de qualquer agente ou interveniente no mercado, que vise, pela sua qualidade e efeitos, subverter ou criar uma situação artificial capaz de alterar o normal funcionamento do mercado e/ou de qualquer activo cotado. Dito de outra forma, é qualquer interferência, não idónea, que provoque uma alteração enganadora no equilíbrio entre a oferta e a procura com o intuito de alcançar um preço que de outra forma não conseguiria; normalmente com o objectivo de retirar proveito desse movimento de preços.

O normal funcionamento de mercado, que vive da aplicação de poupanças dos investidores, deve ser assegurado de forma a comportar os níveis de confiança e transparência necessários, para que existam condições de segurança que permitam formar um juízo fundamentado sobre uma decisão de investimento. É dessa confiança e transparência que depende a decisão do investidor, em que a quantidade, preço e tendências do mercado, são Informação capaz de produzir diferentes decisões de investimento, enquanto valores públicos e de referencia utilizados na decisão não só de um investidor em particular mas pelos demais interessados.

Em Portugal, assim como na maioria dos países, manipular consubstancia na prática de crime (art. 379º, nº1 do CdVM) a título doloso (art. 14º do Código Penal).

Ao longo do tempo, os reguladores foram dando cada vez mais atenção às várias técnicas manipulativas, de forma a ser possível identificar um crime que sempre foi muito difícil de provar, até porque muitas destas práticas encontram-se junto a uma linha muito ténue entre o legal e o ilegal. A seguir descreve-se algumas dessas técnicas que podem ser enquadradas em casos de manipulação do mercado:

Transacções falsas ou ilusórias

Wash Trades

“*Wash Trades*”, também conhecidos como “*Churning*”, que significa “lavagem de negócios” ou “bater/casar os negócios (fictícios)”, consiste numa técnica de manipulação em que o autor efectua várias transacções fictícias, normalmente actuando nos dois lados do negócio, enquanto comprador e enquanto vendedor (ou em combinação com outra entidade beneficiar da actuação) sem que exista qualquer alteração do beneficiário económico do negócio.

O objectivo desta operação de manipulação é criar um determinado *order flow* (artificial), muitas vezes conduzindo o preço na direcção pretendida, capaz de despertar o interesse de outros investidores para esse activo, uma vez que é sabido que a Informação das quantidades e preços negociados pode gerar Informação susceptível de influência a decisão do investidor.

Muitas vezes estas operações têm outros propósitos, que não é só o de alterar a percepção dos demais intervenientes no mercado, mas sim o de tornar a empresa mais atractiva em diversos aspectos, para um possível venda ou para conseguir referência e volume para entrar em determinado índice.

Painting the tape

“*Painting the tape*”, que tem tradução para o português como “pintar a fita”, é muito semelhante ao “*wash trade*”, já que o efeito é o mesmo, só que não implica que a contraparte do negócio seja a mesma pessoa ou alguém combinado.

O objectivo desta manipulação é conseguir, através de uma ou várias transacções, chamar atenção dos diversos agentes e intervenientes no mercado para determinado activo; como por exemplo movimentos bruscos, agressivos e repetidos na compra ou venda de determinado activo e/ou passagens de blocos, dando a entender que algo, como um *take over*, poderá estar para acontecer.

O nome “*painting the tape*” é usado em referência ao passado, na altura em que os trades eram registados automaticamente numa fita de papel que saia de uma pequena “*ticker tape*”¹ e podia ser consultada pelos vários investidores, constituindo essa Informação a referência de preços e quantidades negociadas e a tendência do mercado. Era comum, até pela falta de regulação, muitos investidores usarem esta prática de gerar vários negócios artificiais para criar a ilusão de actividade em determinado activo, que ficava registada na fita das ordens executadas, que normalmente era usada pelos investidores para lerem o movimento do mercado². Actualmente a fita de papel onde antigamente eram registadas as ordens e a hora em que foram executadas, é hoje substituída pelos sistemas electrónicos conhecidos como “*Time and Sales window*”

Matched orders

“*Matched orders*” ou “*Matched Sales*”, que em português pode ser traduzido como “acasalamento de ordens”, funciona exactamente como o “*wash trade*”, só que as ordens são casadas exactamente ao mesmo preço e quantidade, em que o comprador e o vendedor são a mesma pessoa, ou por pessoas diferentes mas combinadas com o único propósito de criar volume em determinado activo. O objectivo continua a ser o mesmo das técnicas anteriores: manipulação através de transacções falsas e ilusórias.

Ghost orders

“*Ghost orders*”, são “ordens fantasmas”, ou seja, ordem colocadas no COF³ a preço mais elevado ou baixo do que a oferta ou a procura respectivamente, sem a intenção de serem satisfeitas. Esta técnica é utilizada para dar a ideia de que existe determinado interesse na compra ou venda daquele activo, sabendo que a Informação dessas quantidades é disponível ao público que por vezes a utiliza para fundamentar uma decisão de investimento.

Esta é talvez a manipulação menos arriscada, difícil de provar e com menos custos para o autor.

Posicionamento do preço

Cornering

“*Cornering the market*”, que significa “encostar o mercado ao canto”, é também conhecido como “*abusive squeeze*” (“Abuso de posição dominante”), consiste numa técnica de manipulação de mercado em que o autor realiza várias compras massivas de um valor negociável, passando assim a ter o domínio do preço do activo, no sentido de secar as ordens de venda e fazendo assim elevar o preço desse activo no mercado.

Este tipo de manipulação é talvez aquela, entre todas, a que pode criar mais dano ao mercado, ou pelo menos ao activo manipulado, pois implica deter uma posição dominante que, face a sua dimensão, pode por vezes acarretar grande dificuldade para o próprio autor em a manejar na altura de a vender. Se aquando da manipulação, ocorrer algum facto relevante que seja susceptível de alterar drasticamente o valor do título ou a direcção do próprio mercado, o autor do “*cornering*” pode ver o seu trabalho todo destruído, sem conseguir liquidar sem perdas uma posição que foi aumentando e que se pode já ser gigante⁴.

Alguns investigadores (Allen, Litov, & Mei, 2004) defendem que a manipulação conduzida através de *cornering* tem tendência a aumentar a volatilidade e tem um impacto negativo e contrário em outros activos.

Para além disso, defendem que a realização de compras massivas por grandes investidores torna o mercado extremamente arriscado para todos os short-sellers que negoceiem contra os desvios do preço justo do activo (*mispricing*⁵).

De facto, o “*cornering de market*” é mais facilmente utilizado em empresas com pequeno *free-float* ou em activos onde se saiba existir um elevado “*short-interest*”⁶, neste último caso a intenção principal do manipulador será certamente o de provocar um “*short squeeze*”⁷ e depois um “*rolling short squeeze*” de forma a que os “*short-sellers*” sejam forçados a recomprar as suas posições fazendo elevar o preço.

Excessive bid-ask spreads

“*Excessive bid-ask spreads*” ou “*spread* excessivo entre a compra e a venda” em português, é uma técnica de manipulação quase que exclusiva dos intermediários financeiros e mais concretamente de “*market makers*”, em que estes fazendo uso da sua posição de “fazedores do mercado”, principalmente em mercados pouco líquidos e onde não tenham concorrência, introduzem ordens no mercado de forma a colocar o *spread* entre a compra e a venda o mais distante possível a níveis artificiais. Com esta pequena manipulação, esperam ganhar a diferença do *spread*, que quanto maior, mais ganho representa.

Frustração dos agentes do mercado com o uso de falso padrões, tendências, notícias e/ou informações.

Pump and Dump

“*Pump and Dump*”, que significa “Bombear e Largar”, não é mais do que efectuar compras agressivas (bombear o mercado com compras fazendo subir o preço) para depois vender rapidamente (largar) a um preço mais elevado. Esta técnica tem na maioria das vezes associada a disseminação de Informação falsa, na sua maioria de natureza especulativa (ex: *take overs*), com o objectivo de ampliar o efeito das compras agressivas e cativar o interesse dos demais intervenientes e agentes do mercado.

Trash and Cash

“*Trash and Cash*”, que significa “Lixo e Dinheiro”, é o mesmo tipo de prática do “*Pump and Dump*”, mas feita em sentido contrário. Neste caso, a técnica consiste em “shortar” (tomar uma posição curta)



um activo de forma agressiva, fazendo descer o seu preço consideravelmente para depois o recomprar a um valor mais baixo e encaixando assim o dinheiro (*cash in*), com um ganho dado pela diferença entre a venda e a recompra. Tal como no “*Pump and Dump*”, este tipo de manipulação tem quase sempre associada a disseminação de Informação falsa e enganosa, dando conta que o activo não vale nada e é um lixo (*trash*) para forçar ainda mais o declínio do preço desse activo.

False or Misleading Information

“*False ou Misleading Information*”, que significa “Informação Falsa ou Inapropriada”, é uma técnica de manipulação que está muito associada ao surgimento da internet, que pela sua capacidade de rapidamente poder disseminar (des)Informação por vários interessados, sem ser possível determinar a sua origem ou veracidade, começou a ter mais relevo. A prática é semelhante ao “*Pump and Dump*” e ao “*Trash and Cash*”, pois passa por disseminar Informação tendente a produzir uma alteração substancial do preço do mercado através da ilusão dos demais intervenientes, para daí conseguir uma vantagem e/ou benefício económico. A diferença desta técnica para as duas técnicas mencionadas, é que o autor não necessita de intervir directamente no mercado através de compras ou vendas agressivas.

Marking the close

“*Marking the close*”, que significa “Marcação de fecho”, é uma técnica de manipulação normalmente exclusiva de agentes no mercado, que tenham interesse e/ou tirem vantagem do preço de fecho quando este constitua preço de referência⁸ (ex: exercício de direitos sobre opções, warrants e produtos similares onde o preço de fecho do activo subjacente serve de referência para a sua liquidação). Este tipo de prática passa por forçar o preço do activo a fixar determinado valor no fecho do mercado, através da realização de ordens de compra ou venda.

Esta técnica é também utilizada por gestores de carteira e fundos de investimento, em que o preço de fecho dos activos que constituem a sua carteira (ex: no final de trimestre, semestre ou ano) serve de referência para o cálculo da rentabilidade da carteira ou do fundo gerido. Normalmente as compras, bastante agressivas, acontecem em activos que constituem a carteira do gestor/fundo com peso relevante, para que pequenas oscilações no preço desses activos produzam alterações na sua rentabilidade e/ou em activos com pouca liquidez e facilmente manipuláveis. Neste caso, apesar de se tratar de um “*Marking the Close*”, é costume dizer que estamos perante um “*Window Dressing*” (“compor a montra”), já que na verdade se trata de “compor” apresentação (rentabilidade) do fundo para agradar aos clientes, assim como uma montra de uma loja é enfeitada para cativar mais clientes a comprar os seus produtos.

Handle Price Pattern

“*Handle Price Pattern*”, também conhecido por “*flor the price*”, significa “manipular padrões de preço”/“sustentar o preço”.

Esta técnica é usada por *traders* muito experientes que conhecem e reconhecem padrões de mercado e níveis de preços de referência para outros investidores (normalmente para analistas técnicos ou sistema de *trading* automáticos), ou por emitentes ou outros interessados para que o preço de determinado activo não desça abaixo de um determinado valor.



Neste último caso, em que só existe interesse em segurar o preço para que não caia abaixo de determinado nível, tal consiste em executar compras de forma a sustentar esse valor. Essa intenção, no caso de um emitente, é fácil de tornar legal aos olhos do regulador, bastando executar um plano de “*share buy-back*” e em qualquer outra situação é muito difícil de provar a vontade de manipular contra a vontade real de acumular um activo em determinado nível.

Já o caso de formação artificial de diversos padrões, que passa não só por sustentar o preço, como pode passar por romper exactamente esse suporte, ou na combinação dos dois, estamos perante uma das manipulações mais inteligentes, mais complexas e se bem-feita muito difícil de provar – em todo o caso sempre inescrupulosa. Este tipo de actuação pode permitir tirar elevados ganhos, principalmente se usada em combinação com qualquer uma das outras técnicas de manipulação, nomeadamente com “*wash trades*”, “*painting the tape*”, “*matches orders*”, “*ghost orders*” e “*abusive squeeze*”.

Só para entendermos a diversidade de situações que podem comportar a descrição deste tipo de prática, existem manipulações de padrões, que em vez de criarem um suporte para o preço, criam por exemplo falsas resistências e um padrão artificial de queda, forçando a venda a determinado nível e enchendo o “*order book*” de “*ghost orders*” a esses níveis demovendo eventuais compradores. Na verdade, acontece que o preço acaba por cair, pois os compradores ao verificarem que a acção não consegue passar determinado valor, decidem vender as suas posições e outros por vezes tornam-se *short-sellers*. Este tipo de manipulação pode ter resultados incríveis, bastando para isso o manipulador retirar a pressão do título (levantar a resistência) e tornar-se comprador agressivo fazendo com que o preço que marcou a resistência seja agora quebrado. Como muitos investidores e mesmo sistema automáticos de *trading*, utilizam esses valores marcados como resistência para colocar os seus *stop losses*, é fácil despoletar dessa forma novas compras e até um eventual “*short squeeze*” quando o *open interest* é grande.

O livro “*Studies in Stock Speculation*”⁹ descreve num capítulo que intitula “*Sell Stocks When Support Is Strongest*”, uma das formas mais fáceis e simples como este tipo de manipulação pode ocorrer. O investidor, identificando o esquema, pode-se aproveitar dele sem cometer nenhum crime. Também alguns conhecidos investidores admitem que costumam comprar junto às resistências e vender junto aos suportes de curto prazo, principalmente em tendências secundárias e contrárias à tendência primária do mercado, contrariando o senso comum do mercado, pois sabem que quando um suporte é quebrado ou uma resistência é rompida, dá-se uma forte reacção no sentido desse movimento e o ganho pode ser muito grande, principalmente quando estão do lado da tendência mais forte (primária). Por vezes, quem actua desta forma são apenas *opportunity takers* e não verdadeiros manipuladores.

Como fugir a manipulação?

Importa sublinhar que o mercado é muito mais poderoso do que qualquer manipulador, como vimos no caso descrito dos irmãos Hunt e como facilmente constaríamos nos muitos casos que povoam os escândalos financeiros, ninguém consegue manipular o mercado a todo o tempo e o tempo todo, pelo menos não no tempo suficiente para ter razão. Não obstante algumas manipulações, principalmente quando do lado de razões fundamentais e do próprio mercado, poderem permitir alguns resultados, mas nesse caso não é mais do que antecipar um cenário e/ou ampliar um efeito.



Para evitar expor-se a este tipo de manipulações deve optar por :

Mercados mais líquidos;
Empresas com maior capitalização bolsista;
Empresas com maior free-float;
Empresas com políticas de informação ao mercado mais transparente, completa, actual e tempestiva;
Mercados em que o regulador tem eficientes sistemas de controlo de vigilância e impõe restrições na concertação de ordens, restrições no volume das ordens por operador/investidor em face do volume diário até então negociado quando se tratar de grandes ordens, normas de conduta e deontológicas aos analistas financeiros, que emitem recomendações e normas de conduta aos media que fazem a cobertura económico-financeira das empresas cotadas.

**in Estudos no Mercado de Capitais - Cultive e faça crescer o seu dinheiro*, ATM, NYSE Euronext (Lisbon) e ATM | Associação de Investidores, 2009

Notas de rodapé:

1 A “ticker tape” , baseada na tecnologia do telégrafo, foi desenvolvida no final do século XIX e permitia imprimir numa estreita fita de papel algumas iniciais que indentificavam as acções (ticker) e junto o seu preço. O nome “ticker” pensa-se que terá surgido do barulho característico que a máquina fazia (tick... tick... tick...) e “tape” da fita de papel que usava para imprimir o preço e nome das acções.

2 A leitura do movimento do mercado pela fita das ordens é conhecida como “tape reading”, que é uma técnica de previsão de preços, normalmente para o muito curto prazo (intraday e/ou day trading), através do exame do tamanho das ordens, velocidade (intervalos entre as ordens) e preço. Em resumo, é análise do tamanho, velocidade e condição em que as ordens foram executadas que permite prever os próximos movimentos a muito curto prazo.

3 COF é a sigla correspondente a “Consulta de Ofertas”, que do comando COF do antigo sistema informático em continuo da Bolsa de Valores de Lisboa, o Tradis, e que disseminava integralmente o livro de ordens (*order book*). Este comando permitia ao operador visualizar todas as ordens de compra e venda no mercado (ainda não efectuadas) para um determinado activo, o que hoje é conhecido como por profundidade do mercado. Essas ordens, ainda não executadas, representam as intenções registadas de compra e venda dos investidores para determinada quantidade de preço de um determinado activo. Essas ordens são executadas em tempo real por uma tarefa de *matching* do sistema de negociação sempre que alguém se predispõe a comprar ou a vender aos preços registados de venda e compra respectivamente, sendo satisfeitas de acordo com o melhor preço de negociação e dimensão de todos os preços de compra e venda e depois considerando a antiguidade de registo da ordem no sistema. As ordens são assim satisfeitas do melhor para o pior preço apresentado no livro de ordens de acordo com a quantidade disponíveis e com antiguidade das mesmas no sistema. O livro de ordens comporta para alguns investidores Informação útil sobre o interesse dos investidores no mercado para determinado activo que é bastante para determinar a sua decisão relativamente ao investimento nesse activo. O preenchimento das posições de compra ou venda sem a intenção das executar pode alterar, falsamente, a decisão dos investidores para quem o livro de ordens é uma referência do interesse do mercado no activo.

4 Uma das mais emblemáticas manipulações do género e talvez uma das primeiras a ser levada a



julgamento como tal, foi o “corner” ao mercado da prata (futuros) feito pelos irmãos Hunt. De acordo com o “The New York Times” de 25 de Fevereiro de 1988, o valor do processo foi de 150 milhões de dólares, uma soma considerável para o ano de 1988. Os irmãos Hunt foram acusados de manipular os preços da prata entre 1979 a 1980, altura em que os preços subiram de 9USD a onça registados no final de 1979 para os 50USD no início de 1980. Ainda de acordo com o mesmo jornal, o total estimado para o investimento dos irmãos Hunt neste “corner” foi de 15 mil milhões de dólares para um total de 400 milhões de onças. Na verdade, esta manipulação correu mal aos irmãos Hunt que acabaram por perder 1,1 milhões de dólares quando o mercado caiu em 1980.

5 *Mispricing* é uma palavra anglo-saxónica que significa em português “mal preçado”. É uma expressão utilizada no mercado financeiro para descrever uma situação em que o activo está a ser transaccionado fora do seu preço justo.

6 *Short interest* é o número total de unidades de um determinado instrumento (ex: acções de uma empresa) que os investidores venderam “short”.

7 *Short squeeze* descreve uma situação onde se verifica uma pressão compradora com intenção de forçar os *traders* com posições vendidas a descoberto (curtas/short) a fechar as suas posições por *margin call* ou *stop-loss*. Em função deste fecho forçado de posições curtas, que entram também na forma de ordens de compra, assiste-se a um aumentar da pressão compradora e que obrigam a que mais posições curtas sejam fechadas resultando num efeito de cascata. Muitas vezes, no pico do *short squeeze* os *traders* anteriormente stopados ou outros que consideram que o mercado subiu muito sem justificação abrem novas posições curtas que, se forçadas novamente, originam outro *short squeeze*. A este fenómeno por sua vez chama-se *rolling short squeeze*. Um *short squeeze* propositado é considerado manipulação de mercado na medida em que altera artificialmente o seu equilíbrio com o intuito de um interveniente (ou grupo de intervenientes) tirar vantagem para si. Há no entanto o *short squeeze* que não é propositado e resulta da própria situação do activo, muitas vezes altamente vendido.

8 Preço de referência é o preço de fecho de um activo subjacente, divulgado pela Bolsa Relevante, na data da maturidade de determinado direito de exercício (warrant, opção, etc.).

9 Wolf, J. H, “Studies in Stock Speculation”, Ticker Publishing Company, NY, USA