

Texto 3A: Construção do Mercado Único:

Aproveitamento das economias de escala, levam a uma descida dos preços e a um aumento da concorrência. Também por consequência existe um aumento da aceleração da inovação e a melhoria da competitividade europeia.

Devido à segmentação dos mercados limitar as economias de escala, isolando os mercados e impedindo a satisfação total por parte dos consumidores, considerou-se necessário favorecer a homogeneidade dos espaços económicos, a harmonização das normas e a compatibilidade dos produtos.

Os bens

a) Desaparecimento das fronteiras físicas:

Eliminação das barreiras às trocas comerciais entre os EMs com o Documento Aduaneiro Único (1988).

As formalidades administrativas e fiscais também limitavam os livres movimentos de mercadorias, mas vieram a ser suprimidas em 1993.

b) Eliminação de barreiras técnicas:

Aplicação do princípio do reconhecimento mútuo definido pelo Tribunal de Justiça da União Europeia, que dizia que os produtos legalmente fabricados num país de origem devem ser aceites nos países de destino, mesmo se não obedecem às normas destes últimos.

c) Harmonização e proteção da propriedade intelectual:

Marca usufrui de proteção permanente; Brevete tem proteção temporária para não entravar a longo termo a difusão das tecnologias. Brevete só entrou em vigor em 2015.

d) Abertura da concorrência comunitária dos mercados públicos:

Os contratos estabelecidos entre as administrações nacionais e as empresas têm frequentemente sido reservados a fornecedores locais, isolando assim os mercados públicos e tende a aumentar os preços do produto em causa. De forma a combater isto, em 1988 uma obrigação de publicidade comunitária dos concursos foi lançada. Esta regulamentação definia os limites (diferiam segundo os setores e domínios) a partir dos quais o processo comunitário de abertura de concurso é obrigatório.

Os Serviços

Necessidade de complementar a liberdade de circulação com a liberdade de instalação. Então a necessidade de produzir no local é substituída por venda a distância. Princípio do reconhecimento mútuo admite toda a prestação conforme a regulamentação do país de origem (princípio do país de origem). Quando a venda se faz à distância ou a sede social do vendedor é no estrangeiro, são determinadas regras que se aplicam para garantir ao consumidor o respeito das responsabilidades assumidas pelas empresas.

-A Diretiva Bolkestein – Visa facilitar o comércio transfronteiriço de serviços. Generaliza o princípio do reconhecimento mútuo, permitindo às empresas de serviços aplicar no país de destino o modelo de negócios conforme a regulamentação económica do seu país de origem.

O trabalhador destacado deve pelo menos beneficiar das regras mínimas estabelecidas no direito do trabalho nacional (salário mínimo, horário legal, etc.)

Redução das Barreiras Fiscais

a) IVA: Distorce a concorrência devido às diferenças entre os valores do IVA dos diferentes EMs, levando pessoas de um país A ir comprar a B por ser mais barato devido aos valores do IVA serem mais baixos. EU tenta combater isto, por exemplo, no setor automóvel este imposto é pago no país de matrícula do veículo, e aplicando uma taxa mínima para a taxa normal.

b) Fiscalidade da poupança e da empresa

Com a liberalização dos movimentos de capitais mais a instauração do Euro, certas empresas podem deslocar-se para países onde a fiscalidade é mais fraca. A UE não tem tido um papel intervencionista, reforçando em certos casos as diferenças fiscais entre os EMs.

Entre 1990 e 2014 houve uma descida da disparidade de taxas de imposição sobre as sociedades, esta evolução tem 2 efeitos:

1-Distorcer a concorrência (via dumping fiscal)

2-Aumentar os impostos indiretos em detrimento dos diretos.

Texto 3B: Política de Concorrência na UE

Art 101 do TFUE – relativo aos acordos entre empresas

Art 102 do TFUE – relativo ao abuso de posição dominante

Regulamento nº139/2004 – controlo de fusões e aquisições

Art 107 do TFUE – relativo às ajudas do Estado

Estruturas de Mercado:

1- Concorrência perfeita: vários produtores/firmas no mercado não possuindo individualmente nenhum poder sobre os preços definidos no mercado

2-Monopólio: o monopólio detém um poder de mercado, vendendo o seu produto acima do seu custo. O ganho realizado pelo monopolista é inferior à perda sofrida pelos consumidores.

3-Oligopólio: estrutura de mercado intermédia, com um pequeno nº de firmas do lado da oferta. Os preços e os lucros totais estão entre os obtidos em concorrência perfeita e monopólio. Quanto maior o nº de empresas menor o poder de mercado de cada uma.

Teorias de concorrência:

1- Modelo ECP: quanto mais concentrado for um dado mercado maior serão os lucros detidos pelas empresas em detrimento dos consumidores. Isto acontece devido ao comportamento anti concorrencial das empresas num mercado concentrado: as empresas podem mais fácil e eficazmente entender-se sobre os preços ou erguer barreiras à entrada de novos concorrentes.

Assim a estrutura do mercado (E) determina o comportamento das firmas (C) o que explica as suas performances (P)

2-Teoria dos mercados contestáveis: Coloca em causa a relação entre a concentração de empresas que gera o comportamento anti concorrencial que por sua vez leva a preços elevados.

Raciocínio:

a-Crítica: Para que um mercado seja concorrencial, o importante não é tanto o número de atores presentes no mesmo mas sim a ameaça credível de entrada de novas empresas nesse mercado. Características de um mercado contestável: ausência de barreiras à entrada; ausência de barreiras à saída; entrada instantânea de novos competidores.

b-Consequências: implicação direta sobre os objetivos a prosseguir pela política de concorrência: para se conseguir que os preços se aproximem dos custos bastar tornar o mercado contestável, em particular desregulamentando o acesso a esse mercado por potenciais interessados. Assim, a liberalização dum setor vem substituir as políticas antitrust sugeridas pela teoria anterior.

3-A Teoria de Schumpeter: A concentração industrial pode ser resultado dum processo de seleção das empresas mais eficientes ocorrido no próprio processo concorrencial, assim, a renda seria o resultado da própria dinâmica da concorrência. Mesmo que o poder de mercado seja durável isso por vezes é vantajoso pois os lucros acima do normal tornam-se num mal menor para permitir que as empresas invistam em ambientes de alto risco.

A política de concorrência da UE na prática

1- Proibição de cartéis (Art 101 TFUE): Cartéis: são uma forma extrema de acordos consistindo num conjunto de empresas concorrentes, no qual elas vão fixar conjuntamente os preços, as quantidades ou a repartição dos mercados. Desta forma iriam suprimir a rivalidade entre as empresas.

Consequências da cartelização:

Geralmente resulta nas percas de bem-estar dos consumidores.

2-Exceções à proibição de acordos entre empresas (Art 101.2.TFUE): Acordos verticais: fornecedores a distribuidores, limitam a concorrência. Exceção em bens de luxo (capital da marca), proteção da imagem da marca.

Acordos no domínio da tecnologia: I&D (Investigação e Desenvolvimento) ou cedência de licenças são em regra geral permitidos, mesmo que possam vir a reduzir a concorrência, permitindo por outro lado aumentar os incentivos à inovação ou à difusão

3-Abuso de Posição Dominante (Art 102-TFUE): Proíbe o abuso de posição dominante (capacidade de uma empresa de se abstrair da pressão concorrencial, comportando-se de forma independente em relação aos seus clientes e concorrentes). Práticas abusivas podem consistir em:

a-Impor de modo direto ou indireto preços de compra ou de venda;

b-Limitar a produção, os mercados ou o desenvolvimento técnico em prejuízo dos consumidores

c-Aplicar em relação a parceiros comerciais condições desiguais para prestações equivalentes.

d-Fazer depender a conclusão de contratos à aceitação por parte dos parceiros de prestações suplementares, que não têm ligação com o objeto do contrato em causa.

Nota: Não é a posição dominante que é ilícita mas sim a sua utilização indevida.

Indicadores de posição dominante: a proporção do mercado detido pela empresa (>40%); a repartição do mercado entre a empresa e as restantes; a importâncias das barreiras à entrada e à saída do mercado em causa.

4-Formas de Abuso de posição dominante:

- a) Abuso de expulsão/proibição de entrada.
- b) Abuso de exploração: imposição de condições exorbitantes aos seus parceiros ou clientes em matéria tarifária.

5-Concentrações (Fusões e Aquisições) sob controlo (Regulamentos nº139/2004 e 802/2004):

Este caso intervém à priori. Caso da CE bloquear a compra de uma linha aérea irlandesa pela sua compatriota Ryanair, motivado pelo facto que essa operação criaria uma posição dominante em numerosas linhas de partida de Dublin.

Duas alternativas:

a-As empresas envolvidas na operação têm que vender partes dos seus ativos a terceiros (concorrentes) de forma a compensar a alteração da estrutura de mercado provocada pela operação.

b-As empresas comprometem-se a adaptar o seu comportamento relativamente aos seus concorrentes, não podendo discrimina-los. Podem também facilitar o acesso de concorrentes ao mercado como alternativa.

Indicador de Hirschman-Herfindahl (IHH) = soma das quotas de mercado ao quadrado de cada empresa. Se = 10 000 – Situação de monopólio.

Nas situações de concentrações: concentrações horizontais – IHH = 1000 após a operação – improbabilidade de um atentado à concorrência;

-IHH entre 1000 a 2000 – se variação do índice foi inferior a 250 – Não há atentado;

-IHH >2000 – se a variação do índice foi inferior a 150 – Não há atentado;

Concentrações verticais – UE considera pouco provável que as operações levante problemas quando a quota de mercado da nova entidade criada pela operação de concentração é inferior a 30% e quando o IHH derivado da concentração é < 2000.

6-Impacto duma concentração sobre a concorrência:

Delimitação do mercado e a medida de concentração são formas de analisar o impacto de uma operação de concentração.

Casos:

a) Concentração horizontal: Impacto final da fusão sobre o preço vai depender da reação das empresas que não fazem parte da operação. Se duas empresas concorrentes se juntam vai haver um aumento do preço, pois estas vão reduzir a sua produção enquanto que as empresas que estão de fora da operação vão aumentar a sua produção mas numa menor proporção, levando a uma subida dos preços. Mas quanto mais forte for a reação das empresas de fora (outsiders) menor será a subida dos preços. Outro fator é o grau de substituíbilidade dos produtos.

Uma fusão entre concorrentes pode conduzir a uma subida de preços por um mecanismo de coordenação: a nova estrutura de mercado pode facilitar uma colusão entre empresas.

b) Concentração vertical: Neste caso, a nova entidade irá encontrar-se presente em diferentes estádios de cadeia de valor. O risco é então que ela restrinja o acesso de concorrentes não integrados verticalmente aos recursos que ela controla. Existem 2 casos que podem ocorrer: no primeiro existe um encerramento do mercado a montante (fornecimentos), neste a empresa pode comprar um produtor e assim restringir o acesso dos concorrentes (quantidades ou preços).

No segundo caso, poderá ocorrer uma concentração de conglomerado, aqui as empresas não são propriamente concorrentes, mas produzem produtos que podem ter relações de complementaridade entre eles. Exemplo: Empresa A produz X e a empresa B produz Y que é

um bem complementar de X. Então A pode comprar empresa B, o que pode levar ao aumento das vendas do produto Y ligando as às vendas do produto X. Esta estratégia pode prejudicar os concorrentes se eles não conseguirem oferecerem ambos os bens simultaneamente.

7-Limitações na restrição de F&A: verificação do impacto da contração sobre a eficiência:

Apreciação do impacto de uma concentração sobre a concorrência tendo em consideração a evolução do progresso técnico e económico desde que seja vantajoso para os consumidores e não constitua um obstáculo à concorrência.

Justificação de uma operação de concentração pode assim resultar de:

- a) Concentração horizontal: aproveitamento de economia de escala (melhoria do bem-estar dos próprios consumidores) e aumento do incentivo para a inovação.
- b) Concentração vertical: diminuir o nº de operações intermédias para se obter o produto final.
- c) Concentração tipo conglomerado: as fusões em causa podem permitir a obtenção de economias de gama (economias de gama resultam de o custo da produção conjunta de diferentes bens ser inferior ao custo de produzir cada bem separadamente)

8-Ajudas dos Estados e Política Industrial:

Art 107 TFUE: Ajudas públicas tendem a distorcer a concorrência; A política industrial passa a ter um carácter subordinado em relação à política de concorrência já referida.

Objetivo: evitar que os governos dos EMs com as suas práticas de concessão de subsídios, isenções fiscais ou outras vantagens financeiras às empresas localizadas nos seus territórios, introduzam obstáculos à integração e unificação do mercado comunitário.

A UE aceita ajudas do Estado (política industrial) em situações de falhas de mercado. Exceções às proibições:

- apoio a pequenas e médias empresas;
- apoio à formação profissional;
- apoio ao lançamento de infra-estruturas.

TEXTO 3C1 – As Indústrias de Rede: Liberalização e regulamentação

Indústrias de rede: conjunto nuclear de serviços de suporte da produção/consumo. Estes serviços são classificados pela EU como serviços de interesse económico geral.

Uniformização dos custos de contexto (custos judiciais, energia, transportes, comunicações, custos de crédito, etc.).

Do monopólio natural aos mercados contestáveis

Aceitação do monopólio natural, porém este não pode ficar livre nas suas decisões por dois motivos: - o enorme poder que este tipo de empresas detêm se não forem controladas; - o facto de prestarem um serviço que tem que ser universal.

Mecanismos concorrenciais nas indústrias de rede:

1ª Fase: Pôr fim à integração vertical das indústrias de rede, separando assim a produção, a gestão de rede e o fornecimento do serviço, pois em muitos casos era o fornecedor do serviço

que controlava estes 3 processos. Com esta medida foi possível inserir novos concorrentes no mercado.

2ª Fase: Organização do acesso à rede entre os diferentes potenciais candidatos. Existiam 2 sistemas: o sistema de licenças atribuídas em função do caderno de encargos apresentado pelos candidatos; o sistema de leilões no âmbito do qual o acesso à rede é atribuído ao operado que apresenta a proposta mais elevada.

3ª Fase: Criação de reguladores independentes (ex: ANACOM para as telecomunicações em Portugal), estes disponham das seguintes funções:

- a) Vigiar o comportamento concorrencial das empresas, sendo temporariamente assimétrica em favor dos novos operadores. Trata-se em particular de assegurar o acesso às infraestruturas e outros recursos essenciais.
- b) Vigiar os preços e fixar as tarifas de utilização das redes.
- c) Determinar os custos de missão de serviço público.

Problemas e méritos do processo decorrido:

a) Baixa de preços: é dos principais objetivos da abertura à concorrência. Os novos operadores utilizam uma estratégia de “desnatação” do mercado (selecionar as áreas de mercado que são rentáveis em detrimento das partes de mercado menos valiosas). Isto faz baixar os preços mas tende a produzir aumentos nos segmentos de mercado menos densos. Porém os mercados apresentavam características dos mercados cativos: poucos operadores (oligopólios), diferenciação muito limitada de consumo, número muito elevado de consumidores. Estes fatores levavam aos operadores a praticarem preços elevados.

b) Uniformização do sistema de preços destes serviços no Mercado Único.

4 razões principais pelo o qual o Mercado continua muito fragmentado:

1- A interoperabilidade das redes entre EMs continua muito limitada: existência de tecnologias e regulamentações diferentes entre os EMs.

2- A própria característica destes mercados não facilita este processo de transparência e de uniformização: diferenças de preço significativas. Em casos de matérias limitadas (ex: telemóveis – espectro hertziano utilizado para transmissão das comunicações), a abertura de mercado à concorrência faz evoluir situações de monopólios para oligopólios privado, facilitando e encorajando processos de cartelização.

3- Os reguladores ao serem nacionais tornam difícil a cooperação a nível internacional.

4- As ligações transfronteiriças e a interoperabilidade levantam um problema adicional: como (e quem) se financiam estas ligações transfronteiriças? Orçamento da UE é muito pouco desenvolvido. Operadores não têm nenhum interesse em desenvolver infraestruturas que a prazo permitirão que os concorrentes penetrem no seu mercado nacional. Crise financeira de 2007.

Ramo de energia Elétrica em Portugal: ERSE

Funções da ERSE: - fixar os preços pagos pelo cliente final; - as gestoras de rede (EDP e REN) são renumeradas pela aplicação de uma taxa sobre o valor dos ativos, também recuperam os custos operacionais que incorrem e ainda recebem prémios pelos cumprimentos de metas; - preços de transferências: a ERSE mandou auditar as transações intragrupo da REN e da EDP, para verificar se há subsídio cruzado e duplicação de custos que estejam a penalizar os consumidores de eletricidade.

Problemas:

-dívida tarifária: resultou da diferença ao longo dos anos entre os preços de energia eléctrica paga pelos consumidores e pelas empresas e os custos de produção e distribuição de eletricidade;

-Contratos de aquisição de energia mais tarde substituídos pelos Custos para a manutenção do Equilíbrio Contratual. Estes contratos resultaram na criação de rendas neste setor pois salvaguardava os investidores de eventuais riscos.

-A ERSE não tem controlo sobre os preços no mercado liberalizado.

Texto 3C2: União Bancária

Existência de 2 crises sucessivas: a resultante da crise financeira global iniciada em 2007 nos EUA e a subsequente crise das Dívidas Soberanas. Isto levou à redução na integração financeira (centrada essencialmente na indústria bancária). Isto levou a UE a redesenhar a estrutura das regras da atividade bancária com os seguintes objetivos:

1-Harmonizar o sistema de regulação e de supervisão entre os EMs;

2-Limitar a relação crises bancárias/crises da Dívidas Soberanas.

Este processo ficou designado por **União Bancária**.

Bancos e o mercado interbancário:

Existência de muitos empréstimo, depósitos e levantamentos de dinheiro das contas podem levar os bancos a excessos de liquidez e bancos com necessidade de fundos. Os bancos podem emprestar se tiverem com excesso de liquidez e pedir emprestado quando têm falta de liquidez – este processo é realizado através de uma rede designada de **mercado interbancário**. É definida uma taxa de juro do mercado interbancário à qual são ancoradas as outras taxas de juro.

Durante a crise houve uma perda de confiança e então os bancos deixaram de emprestarem uns aos outros, e como o BCE não interveio no início, o problema apenas se agravou.

Isto tudo levou à incapacidade dos bancos de fazerem empréstimos a firmas e a famílias.

Processo de segmentação do mercado:

a) os bancos mais atingidos não por não poderem recorrer ao mercado interbancário eram os dos países em crise.

b) as diferenças de custos de crédito entre as pequenas e médias empresas e as grandes empresas agravou-se.

O carácter muito específico da indústria bancária:

Três características específicas: existência de importantes economias de escala; operar em rede; sujeita a fortes constrangimentos derivados de forte informação assimétrica.

1-Existência de economias de escala implica que um pequeno conjunto de grandes bancos tendem a dominar o mercado – concorrência monopolista. Isto leva à alta vulnerabilidade das economias por danos sofridos em 1 ou 2 grandes bancos.

2-Existe uma rede entre os bancos estando estes em contactos, emprestando ou pedindo empréstimos, assim se um deles falha um pagamento irá gerar um efeito em cadeia. A falha de uma instituição bancária pode levar a uma crise de todo o sistema bancário (crises sistémicas).

3-A presença de assimetrias de informação significa que todos os bancos por rotina correm riscos, tornando-os frágeis e tendentes para situações de pânico e de crise. Um agente (outros bancos) que interaja com um banco não sabe a situação financeira deste. Cada banco tem uma informação insuficiente relativamente aos seus clientes, autoridades e parceiros e vice-versa.

Falência de um banco leva a: perda dos rendimentos da população que tinham depositado nesse banco; implicações dramáticas na economia e em agentes de menores rendimentos e PMEs.

Assim os bancos não podem entrar em falência de um modo automático, o que encoraja as instituições bancárias a uma maior exposição de riscos.

Regulação, supervisão e resolução:

Regulação: regras que assegurem que as instituições bancárias adotam estratégias prudentes e, quando for necessário serem capazes de aguentarem os efeitos dos choques.

Supervisão: processo contínuo, que verifica até que ponto as instituições têm cumprido as regras prudenciais definidas no âmbito da regulação.

Resolução bancária: O processo de falência bancária tem que seguir regras muito precisas (garantias aos depositantes e a outros credores, rapidez na limpeza dos balanços, etc.)

Autoridades Europeias e Banca antes da crise

1- Modelo de banca na EU e desregulamentação até 2007

Banca universal (banca de investimento + banca comercial) era legal e habitual em grande parte da Europa. Os bancos recebiam os depósitos dos agregados familiares protegidos por garantias públicas, mas também realizam investimentos por conta própria. A associação da banca universal e o investimento produtivo era muito forte, e por consequência levou a muitas falências bancárias.

Bancos Europeus eram regidos por regulamentações nacionais distintas, rígidas e antiquadas, limitando assim a concorrência internacional e entregava aos bancos um poder monopolista. Para dismantelar estas estruturas nacionais a UE abriu-se à concorrência internacional e à regulamentação bancária europeia.

Passos seguidas pela UE:

- a) Ato único Europeu – obrigação de reconhecimento mútuo. Assim um banco estabelecido num país da UE tinha o direito de operar em qualquer outro. Favorecimento da banca universal e permissão de todas as formas de transação, incluindo títulos e outros produtos.
- b) Imposição de uma regulamentação prudencial mínima pela Comissão Europeia (CE).

A campanha supranacional pela livre movimentações de capitais associada à responsabilidade nacional pela regulamentação efetiva teve as seguintes consequências:

- 1-Favorecimento do crédito a curto prazo estratégias transnacionais de obtenção de lucros com subida do preço dos ativos.
- 2-O rácio entre capital e ativos das dez maiores economias europeias sofreram um enorme declínio, aumentando o risco de incumprimento.

2- Os acordos de Basileia I e II

Estes acordos pretendem definir regras para a banca internacional.

O acordo de Basileia I - propôs a imposição a todos os bancos de um aumento do valor mínimo do capital ponderado em função do risco (de 5.6% para 8%). Mas com a subida deste valor desceu a qualidade, porque este acordo alargou o âmbito dos atos elegíveis (toda a dívida pública passou a ser definida como sem risco e elegível para financiamento com requisitos de capital 0).

O acordo de Basileia II – deu uma importância crescente à análise de créditos de risco do

sistema bancário mas permitiu que fossem as próprias instituições bancárias que os avaliassem. Foi acrescentada uma almofada adicional de 2.5% ao requisito mínimo dos 8%.

UE e indústria bancária após a crise. O projeto da União Bancária

Antecedentes:

Anos 90 – A CE tentou contrariar a fragmentação das regulações e a concorrência via regulamentação mais permissiva de cada país, impor limitações à banca universal, criar um processo expedito de resolução no caso de colapso dos bancos de maior dimensões e proibir operações por conta própria por parte das instituições bancárias.

União Bancária

A regulação e a supervisão foram vistas como fatores contribuintes para a crise. A ligação entre crise bancária e crise das dívidas foi também considerada um sintoma de dificuldades a resolver em cada país.

Passos no sentido da União Bancária:

1-Regulação: Regras de regulação da indústria bancária comum:

a) Requerimentos de capital: os bancos devem manter um montante de capital igual a 8% dos ativos ponderados pelo risco. Racionalidade desta regra: um banco está sujeito a sofrer percas se alguns dos seus ativos perdem valor. Estas percas têm que ser suportadas pelos acionistas dos respetivos bancos. Se as percas excedem o capital, o banco encontra-se falido. Então o regulador requer que exista suficiente capital para que isso não ocorra.

b) Rácio de alavancagem: Um banco frequentemente pede emprestado para investir. Se o custo do empréstimo é menor que a rentabilidade do investimento o banco obtém lucro, todavia pode existir um risco (alteração brusca da tendência). O rácio de alavancagem relaciona o valor pedido emprestado com o capital, em ordem a reduzir os investimentos de risco.

c) Rácio de liquidez: corresponde ao rácio de ativos que pode ser prontamente vendido para obter meios de pagamentos imediatos. Tende a ser progressivamente elevado até atingir os 100%.

2-Supervisão: Criação do mecanismo único de supervisão centralizado no BCE. Nasceu da necessidade de supervisionar atividades internacionais bancárias que não podiam ser adequadamente supervisionadas nacionalmente.

3-Resolução: Mecanismo único de resolução. Autoridade: Comissão de Resolução Única: irá tratar das resoluções dos bancos que depois vão ser levadas a cabo pelas autoridades nacionais; O BCE é colocado à distância do mecanismo de resolução de modo a não colidir com as funções de supervisão; O Fundo de Resolução nacional supostamente seria financiado por toda a indústria bancária nacional; Criação da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancárias com o objetivo de minimizar os custos para os contribuintes. Para esse efeito, as perdas dos bancos serão pagas em primeiro lugar pelos detentores de capital desse banco por ordem decrescente de liquidez dos títulos em causa.