

mantaro
capital

Mercados Preditivos: Os Méritos Compensam os Riscos?

MERCADOS PREDITIVOS: OS MÉRITOS COMPENSAM OS RISCOS?

Março de 2026

Como alguém pode se proteger de movimentos inesperados nas taxas de câmbio ou de juros? Essas são duas preocupações comuns e simples de serem entendidas. Por outro lado, as formas de contratar um seguro para esses riscos são relativamente complexas. A B3 disponibiliza a negociação de contratos futuros de dólar e da taxa DI, mas a compreensão das nuances necessárias para operar nesses mercados é difícil para o grande público. Qual é a data de vencimento do contrato? Qual é o tamanho do contrato? Qual é a chamada de margem? Ou seja, são necessárias respostas além de um simples “sim” ou “não” para o patamar do dólar ou do CDI.

Outro risco de difícil cobertura é o de uma viagem planejada em torno de um evento cultural ou esportivo. Um imprevisto com um artista ou atleta pode mudar completamente a programação feita com meses de antecedência, para a enorme frustração de quem se planejou. A demanda por um seguro existe, mas sua oferta é restrita a apólices contratadas por organizadores de eventos junto a seguradoras atuantes no ramo (*Event Cancellation Insurance*), não estando disponíveis ao varejo.

Esses casos ilustram parte do apelo dos mercados preditivos. Neles são negociados contratos cujo valor deriva de eventos do mundo real. O mecanismo usual é binário: a remuneração do contrato é de US\$ 1 se o evento ocorrer e US\$ 0 se não. O preço de negociação do contrato expressa uma probabilidade de mercado da ocorrência daquele evento. Ou seja, se um contrato desses é negociado a US\$ 0,50, está implícita uma probabilidade de 50% daquele desfecho.

O debate sobre esse novo segmento é crescente no Brasil e no exterior. Nos EUA, a maior assertividade dos mercados de Polymarket e Kalshi na eleição presidencial de 2024 aumentou a visibilidade e a credibilidade das duas plataformas. Reforçou a narrativa da “sabedoria das multidões” superando as pesquisas de opinião. Desde então, as duas empresas tiveram sucessivas rodadas de captação e foram avaliadas em mais de US\$ 20 bilhões. Em uma dessas rodadas, a ICE (controladora da NYSE) se comprometeu investir até US\$ 2 bilhões no Polymarket, em uma validação institucional importante para a *start-up*.

No Brasil, uma feliz coincidência e três novidades empresariais recentes aumentaram a atenção ao tema. A COO e cofundadora da Kalshi é a brasileira ex-estudante do MIT, Luana Lopes Lara, em um exemplo positivo de empreendedorismo nacional. Foi a Kalshi que no começo do mês de março anunciou uma parceria estratégica com a XP para oferecer aos clientes da corretora brasileira, com contas no exterior, acesso a seus mercados. Na mesma época, a B3 informou que foi autorizada pela CVM a lançar contratos em mercados preditivos, com algumas restrições. As autorizações foram para cotações do Ibovespa, do dólar e do *bitcoin* e indicadores macroeconômicos (PIB, IPCA), operados apenas por investidores profissionais. No final do mês, mais uma novidade: o BTG lançou o BTG Trends, focado em mercados preditivos. Parece razoável assumir que veremos outros agentes de mercado se posicionando nesse mercado no futuro próximo.

A inovação que os mercados preditivos representam é empolgante, mas exige uma análise atenta aos riscos potenciais. Um sinal da maturidade do segmento é que os maiores operadores de bolsa do mundo já se movem na mesma direção: em março de 2026, a Cboe (Chicago Board Options Exchange) anunciou contratos preditivos com *payoff* parcial sobre o Mini-SPX, e a Nasdaq pediu aprovação à SEC para opções binárias sobre o Nasdaq-100. O movimento da Cboe não surpreende: a bolsa já havia demonstrado a demanda por instrumentos de curtíssimo prazo com *payoff*

binário ao popularizar as opções de vencimento no mesmo dia (as chamadas 0DTE - zero days to expiration), que chegaram a representar mais de 60% do volume de opções sobre o S&P 500 ao longo de 2025.

A FRONTEIRA ENTRE INVESTIMENTO, ESPECULAÇÃO E APOSTA

Uma verdade inconveniente, contudo, é boa parte das receitas de Kalshi e Polymarket derivarem de eventos esportivos, rompendo uma barreira entre o mercado financeiro e de apostas. Nos EUA, onde a regulação do mercado de apostas é estadual, alguns estados tentam coibir a atuação de Kalshi e Polymarket, autorizadas a operar pela entidade federal Commodity Futures Trading Commission como bolsas de futuros análogas à CME (Chicago Mercantile Exchange) e à Cboe.

A preocupação dos estados americanos está no dano social causado pelo mercado de apostas. Estudos acadêmicos nos EUA indicam que, após a legalização da atividade, há aumento expressivo no gasto total com apostas e na proporção de apostadores que desembolsam 1% da renda com esse fim. O resultado é uma deterioração na saúde financeira desse público, com maior endividamento e menor taxa de poupança, talvez com reflexo negativo na saúde mental de usuários. No Brasil, o receio também é válido, sendo alarmante a associação entre beneficiários do Bolsa Família e apostadores, conforme relatório¹ do Banco Central que indicou desembolso de até R\$ 3 bilhões em um mês por esse grupo. Também há sinais de redução no consumo das famílias como consequência do crescimento das bets.

É nesse contexto que agentes do mercado financeiro encontram um desafio empresarial. Como aproveitar a oportunidade de prover um produto mais acessível, com experiência para o cliente (“UX”) mais fácil, sem ser acusado de promover um jogo?

A distinção entre investimento, especulação e aposta é muitas vezes confusa. Keynes na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936) trouxe definições úteis. Especulação seria a atividade de prever a psicologia do mercado (o que outros participantes pagarão), e investir, a atividade de prever o rendimento prospectivo dos ativos ao longo de toda a sua vida útil. Keynes não tratou explicitamente de apostas, que são ainda diferentes. Uma definição útil para uma aposta é contrato entre duas ou mais partes com opiniões divergentes sobre evento futuro incerto, com obrigação de pagar determinada quantia àquela cuja posição se revelar verdadeira. O elemento essencial é a incerteza intrínseca ao evento.

¹ <https://tinyurl.com/2vxy43tu>

Dimensão	Investimento	Especulação	Aposta
Horizonte	Longo prazo	Curto prazo	Fixo pelo evento
Base da decisão	Valor intrínseco do ativo	Varição de preço de mercado	Opinião sobre evento incerto
Ativo subjacente	Produtivo (empresa, imóvel, título)	Qualquer ativo com liquidez	Evento (não necessariamente ativo produtivo)
Exposição ao risco	Gerenciada	Alta	Binária (tudo ou nada)
Retorno esperado	Proporcional ao risco	Alto	Fixo e predeterminado

Quadro comparativo: Investimento, Especulação e Aposta

O caso da corretora americana Robinhood demonstra que a confusão entre os três termos não é acidental. Sua plataforma tem como modelo de negócios eliminar a fronteira entre investir, especular e apostar através de uma interface gamificada. Além de facilitar o uso pelo cliente, ele é estimulado a se engajar ainda mais, o que muitas vezes pode incitar o *trading* excessivo. Vale lembrar que a Robinhood recebe pelo fluxo dos seus clientes, o que viabiliza a isenção de outras taxas e tarifas típicas de corretoras tradicionais, mas configura um conflito de interesse. *Payment for order flow* é a prática pela qual uma corretora recebe remuneração de formadores de mercado em troca de direcionar as ordens de seus clientes para execução por esses agentes, em vez de roteá-las diretamente ao livro de ordens das bolsas.

A eliminação da fronteira entre investimento e aposta é o tipo de polêmica que as empresas brasileiras que queiram atuar em mercados preditivos deveriam evitar. Por isso, XP e BTG foram prudentes de iniciar sua atuação no segmento focando em ativos financeiros. O mesmo vale para a B3, dado o escopo restrito delimitado pela CVM. E nem poderia ser diferente: a regulação de apostas no Brasil é responsabilidade da Secretaria de Prêmios e Apostas, vinculada ao Ministério da Fazenda.

DAS UNIVERSIDADES AMERICANAS ÀS BOLSAS GLOBAIS

A indústria de mercados preditivos nasceu numa tarde de 1988 num bar em Iowa City. Os professores Robert Forsythe, George Neumann e Forrest Nelson, da Universidade de Iowa, estavam tentando resolver um problema que os intrigava: por que as pesquisas eleitorais erram tanto? O gatilho imediato havia sido a vitória inesperada de Jesse Jackson sobre Michael Dukakis nas primárias democratas de Michigan. A conclusão foi direta: "Bom, faríamos um mercado sobre isso."

O resultado foi o Iowa Electronic Markets (IEM). A lógica era que pessoas apostando dinheiro real teriam incentivo para pesquisar antes de apostar e os preços agregariam essa informação dispersa de forma mais eficiente do que pesquisas de opinião. Berg, Forsythe, Nelson e Rietz (2008), em estudo comparando 964 pesquisas eleitorais com as previsões do IEM nas cinco eleições presidenciais americanas de 1988 a 2004, mostraram que o mercado superou as pesquisas em 74% das vezes, com erro médio de 1,82 ponto percentual contra 3,37 das pesquisas.

A ideia ficou restrita ao ambiente universitário por décadas, em parte pela legislação americana. Plataformas que tentaram expandir o modelo comercialmente tropeçaram em reguladores e leis que proibiam apostas pela internet.

A ponte intelectual entre Iowa e as plataformas atuais foi construída principalmente por dois acadêmicos. O economista Robin Hanson desenvolveu o conceito de *futarchy*: a ideia de que decisões coletivas deveriam ser guiadas por mercados de previsão. Philip Tetlock documentou em *Superforecasting* (2015) que previsores independentes frequentemente superam especialistas renomados quando têm incentivos corretos.

Foi por essa literatura que os fundadores das plataformas atuais chegaram ao tema, cada um por sua rota. Luana Lopes Lara, cofundadora da Kalshi, mencionou em entrevista três influências centrais: *Superforecasting*, de Tetlock; *Predictably Irrational*, de Dan Ariely; e os trabalhos de Robin Hanson. Shayne Coplan, fundador do Polymarket, chegou ao tema por Hanson, cujo conceito de *futarchy* o inspirou a ponto de escrever ao professor em 2019 expressando sua ambição de "trazer os mercados preditivos à vida".

RISCOS OPERACIONAIS E REGULATÓRIOS

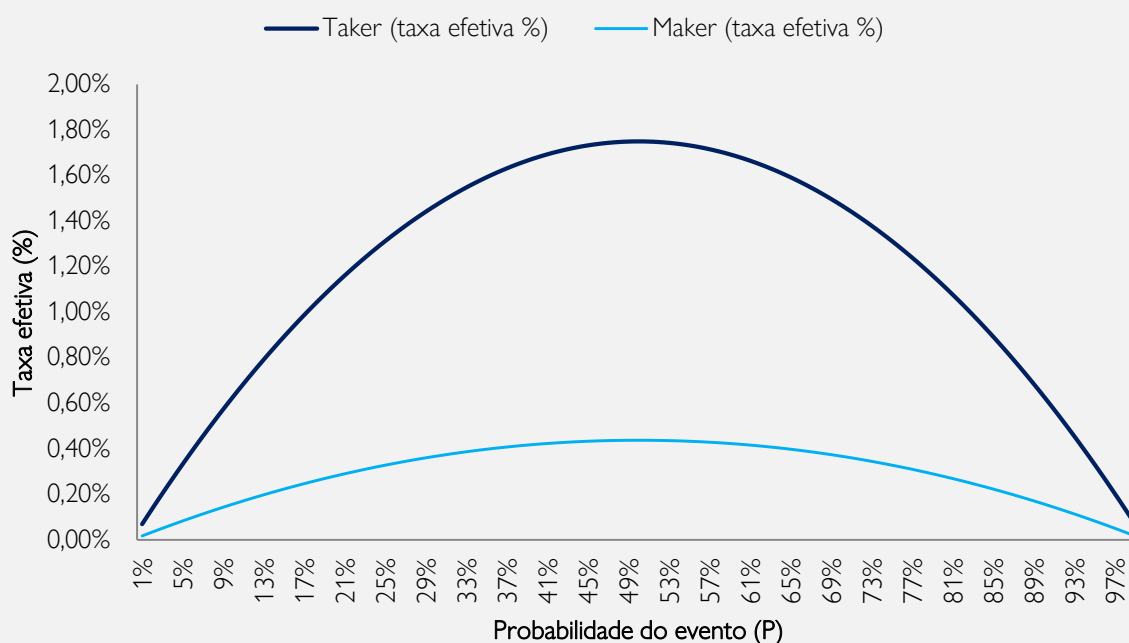
A restrição inicial de escopo no Brasil proporciona o benefício adicional de evitar polêmicas ocorridas nos EUA. Com menos opções de eventos para serem negociados, é menos provável a ocorrência de manipulação de preços ou *insider trading*, como foram os casos do Polymarket em relação ao Nobel da Paz para María Corina Machado e à captura de Nicolás Maduro. Também é mitigado o risco da manipulação do evento em si. Em agosto de 2025, depois que múltiplos jogos da WNBA foram interrompidos por torcedores jogando objetos nas quadras, o Polymarket permitiu que usuários apostassem se o mesmo aconteceria novamente. Para a surpresa de ninguém, mais objetos foram lançados, em um caso típico da reflexividade dos preços de ativos. Outra polêmica evitada é no critério de liquidação do evento, como na recente recusa do Polymarket de remunerar, após a captura de Maduro, quem apostou na "invasão dos EUA à Venezuela".

Aqui há uma nuance operacional interessante. Enquanto a Kalshi possui uma equipe interna para resolver disputas relacionadas aos eventos na sua plataforma, o Polymarket adota uma solução inovadora, com riscos diferentes. Qualquer participante pode propor o resultado de um evento depositando uma garantia, e se não houver contestação em duas horas, o resultado é aceito automaticamente. Em caso de disputa, a decisão cabe aos detentores de um token específico ('UMA'), que votam sobre a ocorrência ou não do evento. Isso pode ser uma solução eficiente em boa parte do tempo, mas casos documentados levantaram a suspeita de que detentores de tokens votaram em benefício próprio, e não com base no fato ocorrido.

Outra particularidade do sistema do Polymarket é ser baseado em *smart contracts*² em sua blockchain, eliminando o risco de contraparte. Kalshi e B3 resolvem isso da maneira tradicional, como contrapartes centrais de seus participantes. Cabe distinguir as duas versões do Polymarket relevantes para o investidor brasileiro. O Polymarket, plataforma original lançada em 2020, opera em blockchain com liquidação em USDC (*USD Coin*) e aceita usuários de praticamente qualquer país via carteiras digitais. É esta versão acessível no Brasil. O Polymarket US é uma versão regulada pela CFTC (Commodity Futures Trading Commission), lançada em dezembro de 2025 após a aquisição de uma bolsa licenciada (QCEX), que exige identificação completa dos usuários e opera de forma mais próxima a uma *exchange* tradicional, mas está disponível apenas para residentes americanos.

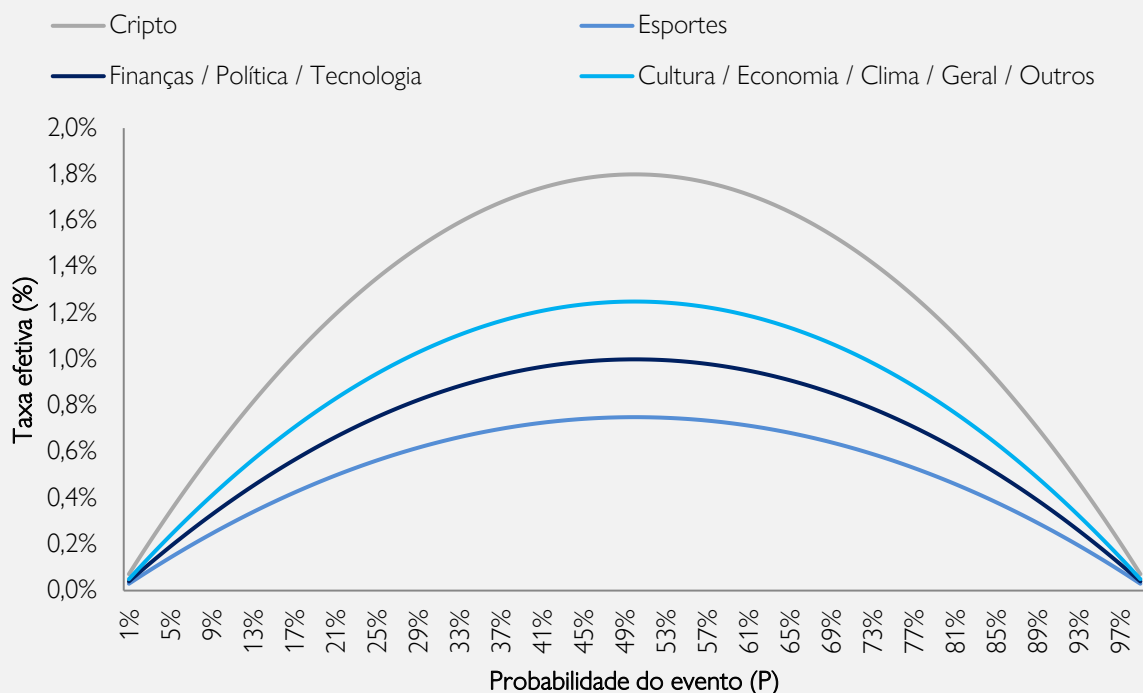
CUSTOS TRANSACIONAIS: UMA COMPARAÇÃO ENTRE PLATAFORMAS

Há também uma diferença relevante de custo transacional entre as plataformas. Nas bolsas de derivativos, distinguem-se dois tipos de ordens: as *taker*, executadas imediatamente contra ordens já existentes no livro, e as *maker*, que aguardam uma contraparte e adicionam liquidez ao mercado. Na Kalshi, a taxa *taker* equivale em média a 1,2% do valor negociado, com pico de 1,75% nos contratos cuja probabilidade implícita está próxima de 50%. A taxa *maker* é quatro vezes menor. No Polymarket, a estrutura de taxas varia por categoria: mercados geopolíticos são isentos de taxas, enquanto mercados esportivos atingem no máximo 0,75% e mercados de finanças e economia chegam a 1,00% no pico. A versão americana regulada do Polymarket cobra uma taxa *taker flat* de 0,30%. A B3 precifica usualmente de maneira distinta, como no caso da opção de COPOM. Os emolumentos são fixos por contrato (variando de R\$ 3,47 a R\$ 0,60 com aumento do volume diário do investidor), estrutura distinta das plataformas americanas.



Simulação de preço cobrado pela Kalshi em função da probabilidade do evento para ordens takers e makers, excluindo eventos associados ao S&P 500 e Nasdaq-100.

² *Smart contracts* são programas autoexecutáveis armazenados em uma blockchain que realizam transações automaticamente quando condições predefinidas são atendidas.



Taxa efetiva do Polymarket dependendo da classe de evento.³

Por outro lado, é possível argumentar que o modelo do Polymarket aumenta o risco de uma manipulação de mercado conhecida como *wash trading*. Na ausência de custos transacionais e dada a facilidade de criação de carteiras digitais anônimas, é mais fácil de ocorrer e mais difícil de controlar transações entre carteiras do mesmo usuário, que pode assim inflar o volume negociado de um determinado contrato sem grandes obstáculos e macular a formação de preços. Um estudo⁴ da Columbia Business School publicado em novembro de 2025, com base em análise de mais de dois anos de dados, estimou que cerca de 25% do volume histórico do Polymarket envolveu esse tipo de transação, com pico de 60% do volume semanal em dezembro de 2024.

Um risco de natureza distinta, porém igualmente específico ao modelo do Polymarket, está no ativo que serve de colateral. Todas as transações em sua plataforma são colateralizadas na *stablecoin* USDC emitida pela Circle. Vale lembrar que em março de 2023, na falência do Silicon Valley Bank (SVB), o USDC perdeu brevemente sua paridade para o dólar (US\$ 0,87) por especulação relacionada a depósitos da Circle no SVB.

³ <https://docs.polymarket.com/trading/fees>

⁴ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5714122

OS MÉRITOS PARA O INVESTIDOR BRASILEIRO

Como toda inovação, os mercados preditivos trazem riscos, assim como méritos. A possibilidade de proteção (*hedge*) contra eventos específicos pode ser especialmente valiosa para investidores institucionais brasileiros. Há menos de 400 empresas listadas na bolsa brasileira e apenas cerca de 100 são consideradas investíveis dada sua liquidez (pelo menos R\$ 5 milhões transacionados por dia). Esse é um gargalo não só para investimentos direcionais em ações, mas especialmente para estratégias de valor relativo.

Difícilmente há “pares perfeitos”, ou seja, duas empresas tão parecidas que é possível neutralizar riscos indesejáveis ao assumir uma posição vendida em uma contra a outra. Com o surgimento de eventos negociáveis diretamente associados a algumas empresas, há a expectativa de que isso destrave mais oportunidades de valor relativo e proporcione mais conforto para assumir riscos direcionais em ações descartadas em virtude do evento em questão.

Outro mérito já mencionado é a informação extraída das probabilidades implícitas nos preços de mercados preditivos. Essa já é uma realidade que investidores não devem negligenciar. Será interessante observar esses sinais em uma amplitude maior de situações. É prematuro subestimar o potencial desse mercado.

GESTOR

Mantaro Capital Ltda

Av Ataulfo de Paiva 1.120 – sala 505 – Leblon – Rio de Janeiro/RJ

ri@mantarocapital.com.br

Tel: +55 21 3496-0916

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada Mantaro Capital, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Mantaro Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Mantaro Capital estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Mantaro Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.