



RELATÓRIO ANUAL DE 2010 SOBRE A ACTIVIDADE DA CMVM
E SOBRE OS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS



CMVM

LISTA DE SIGLAS E ACRÓNIMOS

ARC – *Accounting Regulatory Committee.*

AuRC - *Auditing Regulatory Committee.*

BdP – Banco de Portugal.

BCE – Banco Central Europeu.

CCC – *Co-ordination Committee on Clearing.*

CE – *Comissão Europeia.*

CEBS - *Committee of European Banking Supervisors.*

CEIOPS - *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.*

CESR – *The Committee of European Securities Regulators.*

CFSC – *Corporate Finance Standing Committee.*

CIF – Comité de Inovação Financeira.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

CNEF – Conselho Nacional para a Estabilidade Financeira.

CNSA – Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria.

CNSF – Conselho Nacional de Supervisores Financeiros.

CódVM – Código dos Valores Mobiliários.

CSF – Comité de Serviços Financeiros.

CSC – Código das Sociedades Comerciais.

CVM – Central de Valores Mobiliários.

DMIF – Directiva de Mercados de Instrumentos Financeiros.

EBA – *European Banking Authority.*

ECOFIN – *Economic and Financial Affairs Council.*

EEA – *European Economic Area.*

EECS – *European Enforcers Coordination Session.s*

EEX – *European Energy Exchange.*

EFAMA – *European Fund and Asset Management Association.*

EFRAG – *European Financial Reporting Advisory Group.*

EGAOB – *European Group of Auditors' Oversight Bodies.*

EIOPA – *European Insurance and Occupational Pensions Authority.*

EMIR – *European Market Infrastructure Regulation.*

ESMA – *European Securities and Markets Authority.*

ETF – *Exchange Traded Fund.*



CMVM

FEI – Fundos Especiais de Investimento.

FEII – Fundos Especiais de Investimento Imobiliário.

FCR – Fundos de Capital de Risco.

FII – Fundos de Investimento Imobiliário.

FIM – Fundos de Investimento Mobiliário.

FMI – Fundo Monetário Internacional.

FSF – *Financial Stability Forum*.

FTC – Fundos de Titularização de Créditos.

IAS – *International Accounting Standards*.

IASB – *International Accounting Standards Board*.

IC – Instituição de Crédito.

ICI – *Investment Company Institute*.

ICR – Investidor em Capital de Risco.

IFRS – *International Financial Reporting Standards*.

IGCP – Instituto de Gestão do Crédito Público.

INE – Instituto Nacional de Estatística.

IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*.

ISP – Instituto de Seguros de Portugal.

MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública.

MIBEL – Mercado Ibérico de Electricidade.

OECD – *Organization for Economic Co-operation and Development*.

OIC – Organismos de Investimento Colectivo.

OICVM – Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários.

OMIP – Operador do Mercado Ibérico de Energia (pólo Português).

OPA – Oferta Pública de Aquisição.

OPV – Oferta Pública de Venda.

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

OTC – *Over-the-Counter*.

POC – Plano Oficial de Contabilidade.

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.

RJFII – Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário.

RJOIC – Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo.

ROC – Revisores Oficiais de Contas.

SC – Sociedade Corretora.

SCR – Sociedades de Capital de Risco.



CMVM

SGFII – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário.

SGFIM – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário.

SGP – Sociedades Gestora de Patrimónios.

SII – Sistema de Indemnização de Investidores.

SIVAM – Sistema Integrado de Vigilância de Abuso de Mercado.

SNM – Sistema de Negociação Multilateral.

SROC – Sociedades de Revisores Oficiais de Contas.

STC – Sociedades de Titularização de Créditos.

TREM – *Transaction Report Exchange Mechanism*.

UCITS – *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*.



CMVM

Índice

LISTA DE SIGLAS E ACRÓNIMOS.....	2
LISTA DE QUADROS.....	7
LISTA DE GRÁFICOS	9
LISTA DE CAIXAS	11
1. OS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM 2010.....	12
1.1. O MERCADO INTERNACIONAL DE ACÇÕES E DE OBRIGAÇÕES	12
1.1.1. Os Mercados Financeiros Internacionais	12
1.1.2. Os Mercados Accionistas e Obrigacionistas na União Europeia	28
1.2. OS MERCADOS DE DERIVADOS	45
1.3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO	57
2. O MERCADO PORTUGUÊS DE VALORES MOBILIÁRIOS	66
2.1 EVOLUÇÃO GLOBAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO DESTINO DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS.....	66
2.1.1 Evolução do Mercado de Acções	66
2.1.2 Rentabilidade e Atractividade do Mercado de Valores Mobiliários	76
2.1.3 Evolução da Importância Relativa do Mercado de Valores Mobiliários	81
2.2 EVOLUÇÃO GLOBAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO FONTE DE FINANCIAMENTO.....	84
2.2.1 O Mercado Nacional	84
2.2.2 Comparação entre o Mercado Nacional e Outros Mercados Europeus	89
2.3 EMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS	92
2.3.1 Acções	92
2.3.2 Obrigações.....	93
2.4 O MERCADO SECUNDÁRIO.....	99
2.4.1 Mercado a Contado	99
2.4.2 Mercado a Prazo.....	109
2.4.3 Sistema Centralizado de Valores Mobiliários.....	113
2.4.4 Ofertas Públicas	114
2.4.5 Declarações de Perda da Qualidade de Sociedade Aberta	118
2.4.6 Aquisições Potestativas Tendentes ao Domínio Total	118
2.4.7 Passaporte Europeu do Prospecto	119
2.5 INTERMEDIACÃO FINANCEIRA.....	119
2.5.1 Recepção de Ordens por Conta de Outrem	120
2.5.2 Execução de Ordens por Conta de Outrem	128
2.5.3 Negociação por Conta Própria	131
2.5.4 Day-Trading	132
2.5.5 Registo e Depósito de Instrumentos Financeiros por Conta de Outrem	133
2.6 GESTÃO DE ACTIVOS.....	134
2.6.1 Gestão Individual de Carteiras por Conta de Outrem	134
2.6.2 Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários e Fundos Especiais de Investimento	136
2.6.3 Participações em Instituições de Investimento Colectivo Estrangeiras Comercializadas em Portugal.....	147
2.6.4 Fundos de Investimento Imobiliário	147
2.7 TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS	149
2.8 CAPITAL DE RISCO	149



CMVM

2.9	REGISTOS E AUTORIZAÇÕES	153
2.9.1	Intermediação Financeira	153
2.9.2	Gestão de Activos	154
2.9.3	Peritos Avaliadores de Imóveis.....	157
2.9.4	Auditores Externos.....	157
2.9.5	Operações	158
3.	SUPERVISÃO E REGULAÇÃO	159
3.1.	INTEGRIDADE, CREDIBILIDADE E SEGURANÇA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	159
3.1.1	Supervisão de Mercados, Entidades Gestoras de Mercados e Sistemas de Liquidação e Compensação.....	159
3.1.2	Supervisão da Intermediação Financeira	164
3.1.3	Supervisão de Auditores Externos	177
3.1.4	Governo das Sociedades	185
3.1.5	Sistema de Difusão de Informação	190
3.1.6	Controlo da Informação dos Emitentes.....	191
3.1.7	Contencioso.....	198
3.1.8	Investigação e Crimes de Mercado	203
3.2.	DEFESA DOS INVESTIDORES ENQUANTO AFORRADORES E CONSUMIDORES DE SERVIÇOS FINANCEIROS	208
3.2.1	Reclamações e Mediação	208
3.2.2	Informação	215
3.2.3	Supervisão da publicidade de produtos dos sectores bancário e segurador	218
3.3.	COMPETITIVIDADE E DINAMISMO DO MERCADO FINANCEIRO PORTUGUÊS.....	219
3.3.1	Reformas Legislativas e Regulamentares Concluídas e Principais Implicações	219
3.3.2	Consultas Públicas	224
3.3.3	Articulação da Supervisão e da Estabilidade Financeira no Âmbito Nacional.....	224
3.3.4	Actividade Internacional	226
3.3.5	Outras Colaborações Institucionais.....	240
3.4.	DESENVOLVIMENTOS PRÓXIMOS	240
	ANEXOS	247



CMVM

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Índices Accionistas <i>Morgan Stanley Capital Internacional</i>	12
Quadro 2 – Capitalização Bolsista nos Mercados Accionistas Europeus	31
Quadro 3 – Ofertas Públicas de Venda e Ofertas Públicas Iniciais	39
Quadro 4 - Volume de Transacções por Categoria de Contratos de Futuros e Opções	46
Quadro 5 - Volume de Transacções dos Principais Contratos de Futuros e Opções por Tipo de Activo Subjacente	48
Quadro 6 - Volume de Transacções de Contratos de Futuros e Opções por Região	49
Quadro 7 - <i>Ranking</i> das 10 principais Bolsas de Derivados	50
Quadro 8 - Volume de Transacções de Contratos de Futuros e Opções da <i>NYSE Euronext</i>	50
Quadro 9 – Activos sob Gestão de OIC Harmonizados e Não Harmonizados na Europa	58
Quadro 10 - Activos sob Gestão de OIC Harmonizados na Europa	59
Quadro 11 - Activos sob Gestão de OIC Não Harmonizados na Europa	61
Quadro 12 – Subscrições Líquidas de Fundos por Categoria de Fundo	63
Quadro 13 – Relevância Comparada de Activos sob Gestão dos OICVM.....	65
Quadro 14 - Rentabilidade e Risco dos Diversos Tipos de Instrumentos Financeiros	77
Quadro 15 - Rentabilidade do Capital Accionista, Distribuição e Retenção de Dividendos.....	Error!
Bookmark not defined.	
Quadro 16 - Peso Relativo do Mercado de Valores Mobiliários Face aos Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro	82
Quadro 17 - Estrutura de Financiamento da Variação do Activo das Empresas Cotadas	86
Quadro 18 - Dividendos Distribuídos em % do Capital Próprio do Final do Ano Anterior.....	Error!
Bookmark not defined.	
Quadro 19 - Variação do Activo e Variação do Capital Próprio Face à Variação da Capitalização Bolsista.....	88
Quadro 20 - Montantes Colocados de Dívida Pública	97
Quadro 21 – Maturidades e Taxas Ponderadas das Obrigações do Tesouro	98
Quadro 22 – Capitalização Bolsista	99
Quadro 23 – Transacções de Valores Mobiliários em Mercados Secundários	102
Quadro 24 - Valor das Transacções na <i>Euronext Lisbon</i>	104
Quadro 25 - Indicadores da Evolução da Liquidez das Acções Admitidas na <i>Euronext Lisbon</i>	105
Quadro 26 - <i>Turnover</i> por Segmentos de Mercado.....	106
Quadro 27 - Transacções em Contratos de Futuros	110
Quadro 28 – Ofertas Públicas de Aquisição	116
Quadro 29 – Oferta Públicas de Venda.....	117
Quadro 30 – Aprovação de Campanhas Publicitárias.....	118
Quadro 31 - Perdas da qualidade de sociedade aberta	118
Quadro 32 - Aquisições Potestativas	119
Quadro 33 - Ordens Recebidas por Valor Mobiliário.....	121
Quadro 34 – Valor das Ordens Recebidas por Instrumento Financeiro Derivado.....	122
Quadro 35 – Valor das Ordens Recebidas por Conta de Outrem, por Tipo de Investidor	123
Quadro 36 - Transacções Executadas em Mercado a Contado por Tipo de Valor Mobiliário	129
Quadro 37 – Ordens Executadas por Instrumento Financeiro Derivado	130
Quadro 38 - Transacções Executadas por Tipo de Mercado	130
Quadro 39 - Negociação por Conta Própria por Valor Mobiliário	131



CMVM

Quadro 40 - Dados Agregados sobre <i>Day-Trading</i>	132
Quadro 41 - Distribuição do <i>Day-Trading</i> por Canal e por Tipo de Investidor	133
Quadro 42 - Titulares Por Tipo de Valor Mobiliário	134
Quadro 43 - Valor sob Gestão por Tipo de Entidade.....	135
Quadro 44 - Montantes sob Gestão por Tipo de Valor	135
Quadro 45 - Investimento por País	136
Quadro 46 - Número de Fundos e Valor sob Gestão por Tipo de Fundo.....	137
Quadro 47 - Estrutura da Carteira dos OICVM e FEI, por tipo de Activos e de Mercados.....	146
Quadro 48 - Indicadores Agregados dos OICVM Estrangeiros	147
Quadro 49 - Estrutura da Carteira dos Fundos de Investimento Imobiliário	148
Quadro 50 - Estrutura da Carteira dos FTC	149
Quadro 51 - Valor da Carteira de Investimentos das SCR em 31 de Dezembro de 2010.....	151
Quadro 52 - Valor da Carteira de Investimentos dos FCR em 31 de Dezembro de 2010	152
Quadro 53 - Valor da Carteira de Investimento dos FCR e das SCR por Fase de Investimento	153
Quadro 54 - Ofertas de Distribuição de Fundos de Investimento	155
Quadro 55 - Processo Administrativos de Titularização de Créditos	155
Quadro 56 - Emissões de Obrigações Titularizadas.....	156
Quadro 57 - Registo de Peritos Avaliadores de Imóveis.....	157
Quadro 58 - Registo de Auditores Externos.....	157
Quadro 59 - Registo de Operações.....	158
Quadro 60 - Indicadores Estatísticos Relativos à Actividade de Supervisão	164
Quadro 61 - Actividade de Supervisão em Instalações de Auditores	177
Quadro 62 - Número de Comunicações Efectuadas por Entidades Emitentes através do Sítio da CMVM.....	190
Quadro 63 - Número de Comunicações Efectuadas por Organismos de Investimento Colectivo através do Sítio da CMVM.....	191
Quadro 64 - Informação Semestral a Divulgar	197
Quadro 65 - Processos de Contra-Ordenação.....	199
Quadro 66 - Processos de Análise de Operações e de Investigação Concluídos em 2010	204
Quadro 67 - Denúncias e Instauração de Contra-Ordenações em Situações de Abuso de Mercado ...	204
Quadro 68 - Total de Reclamações Entradas por Entidade	208
Quadro 69 - Total de Reclamações contra Intermediários Financeiros	209
Quadro 70 - Resolução das Reclamações contra Intermediários Financeiros Concluídas em 2010 por Tipo	209



CMVM

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Crescimento do Produto Interno Bruto	13
Gráfico 2 - Evolução da Taxa de Câmbio do Euro (Valores de Final de Ano)	14
Gráfico 3 – Volatilidade histórica dos Índices Accionistas <i>Morgan Stanley Capital International</i> em 2010.....	15
Gráfico 4 - Evolução da Volatilidade Implícita dos Índices Accionistas (30 dias) em 2010	17
Gráfico 5 - Volatilidade Implícita vs. Volatilidade Histórica do <i>Eurostoxx50</i> (30 dias) em 2010.....	18
Gráfico 6 - PER nos Principais Índices Mundiais (Valores de Final de Período)	19
Gráfico 7 - PER Médio em 2010 versus PER Médio dos Últimos 10 Anos (Valores em Final de Período).....	20
Gráfico 8 - EPS nos Principais Índices Mundiais	21
Gráfico 9 - <i>Dividend Yield</i> nos Principais Índices Mundiais (Valores em Final de Período).....	22
Gráfico 10 – Evolução das Taxas de Juro de Curto Prazo (a 3 meses).....	23
Gráfico 11 - Taxa Interna de Rendibilidade do Índice Obrigacionista de Dívida Pública a 10 anos	24
Gráfico 12 – Variação Anual dos Índices Accionistas de Mercados de Valores Mobiliários Europeus (2008 a 2010)	29
Gráfico 13 – Valor Transaccionado em Acções nas Bolsas de Valores da União Europeia	30
Gráfico 14 – PER dos Índices Europeus	40
Gráfico 15 – Evolução do PBR dos Índices Europeus.....	41
Gráfico 16 – Valor Transaccionado em Obrigações nas Bolsas de Valores da União Europeia (Quota de Mercado)	42
Gráfico 17 - Taxa Interna de Rendibilidade de Índices Obrigacionistas	43
Gráfico 18 - Evolução do Diferencial entre as Taxas Internas de Rendibilidade de Títulos de Dívida Pública a 10 e 2 anos na Zona Euro	44
Gráfico 19 - Estrutura das Taxas de Juro (Curva de Rendimentos) dos Títulos de Dívida Pública	45
Gráfico 20 - Índice Bid/Ask de Volatilidade Implícita (Base 1999=100)	51
Gráfico 21 - A Evolução do PSI20 TR em 2010	66
Gráfico 22 - Rentabilidade, Volatilidade e Transacções do PSI20.....	68
Gráfico 23 – <i>Value-at-Risk</i> do PSI20 a 10 Dias – Método da Simulação Histórica (1995-2010).....	69
Gráfico 24 - Evolução da Rentabilidade Anual das Empresas do PSI20.....	70
Gráfico 25 - PER das Empresas do PSI20 (Valores em Final de Ano)	72
Gráfico 26 - PER das Empresas do PSI20 (Média dos últimos 10 anos face a 2010).....	73
Gráfico 27 - PBR das Empresas do PSI20 (Valores em Final de Ano)	74
Gráfico 28 - PBR das Empresas do PSI20 (Média dos últimos 10 anos face a 2010).....	75
Gráfico 29 - Retorno Accionista versus Rendimento Implícito da Dívida Pública a 10 Anos.....	76
Gráfico 30 - Remuneração Acumulada de Diversas Aplicações Financeiras.....	77
Gráfico 31 – Atractividade Relativa dos Segmentos Accionista e Obrigacionista.....	80
Gráfico 32 - Evolução das Subscrições Líquidas de OICVM versus Saldos de Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro	82
Gráfico 33 - Financiamento do Investimento em Portugal	85
Gráfico 34 - Evolução do Rácio entre Disponibilidades e o Valor Contabilístico dos Activos	90
Gráfico 35 – Valor de Mercado e Contabilístico da Dívida das Empresas em Percentagem dos Capitais Próprios (<i>Debt to Market Equity Ratio</i> e <i>Book Debt to Equity Ratio</i>).....	91
Gráfico 36 – Evolução Anual do <i>Interest Coverage</i> (Empresas não Financeiras)	92
Gráfico 37 - Evolução do Valor das Emissões de Acções	93
Gráfico 38 - Evolução do Valor das Emissões de Obrigações	94
Gráfico 39 - Emissões de Obrigações por Tipo	95



CMVM

Gráfico 40 - Taxa Média Ponderada do 1º Cupão e <i>Euribor</i> a 6 meses	96
Gráfico 41 – Peso da Capitalização Bolsista no PIB	100
Gráfico 42 – Valor das Transacções nos Mercados Secundários	101
Gráfico 43 – Evolução Mensal do Valor das Transacções nos Mercados Secundários - 2010	103
Gráfico 44 - Evolução Mensal do Valor da Negociação no MEDIP	107
Gráfico 45 – Evolução Mensal do Valor da Negociação no PEX	108
Gráfico 46 – Evolução da Negociação no Mercado a Prazo MIBEL	112
Gráfico 47 – Evolução da Negociação em Diversos Mercados a Prazo	112
Gráfico 48 – Evolução do PTEL e do SPEL (€/MWh).....	113
Gráfico 49 – Tipologia das Recomendações de Investimento	172
Gráfico 50 – Evolução dos Preços-Alvo Médios das 5 Empresas com mais Recomendações	172
Gráfico 51 – Indicador de Síntese do Cumprimento das Recomendações	187
Gráfico 52 – Análises de Demonstrações Financeiras - Número de Emitentes.....	193
Gráfico 53 - Supervisão da Informação Financeira – Número de Acções Adoptadas	194
Gráfico 54 – Opinião dos Auditores	196
Gráfico 55 - Evolução do Número Anual de Pedidos de Informação à CMVM (2008-2010)	215
Gráfico 56 - Meios de Acesso Utilizados nos Pedidos de Informação	216



CMVM

LISTA DE CAIXAS

CAIXA 1 – OS MERCADOS DE DÍVIDA SOBERANA E RESPECTIVO MERCADO DE <i>CREDIT DEFAULT SWAPS</i>	25
CAIXA 2 – A CONCORRÊNCIA ENTRE MERCADOS REGULAMENTADOS E SISTEMAS DE NEGOCIAÇÃO MULTILATERAL	33
CAIXA 3 – O MERCADO DE <i>COMMODITIES</i> (E O DO OURO EM PARTICULAR)	52
CAIXA 4 – A RECEPÇÃO DE ORDENS DE INVESTIDORES RESIDENTES NÃO PROFISSIONAIS	123
CAIXA 5 – O DESINVESTIMENTO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO NACIONAIS	137
CAIXA 6 – NOVAS OBRIGAÇÕES NO REPORTE DE TRANSACÇÕES E TREM 3.0	162
CAIXA 7 – A ACTIVIDADE DE SUPERVISÃO PRESENCIAL	165
CAIXA 8 – O CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DA CMVM RELATIVAS À ACTIVIDADE DE ANÁLISE FINANCEIRA	174
CAIXA 9 – AUDITORIA EXTERNA: CONCENTRAÇÃO, ANTIGUIDADE, SERVIÇOS PRESTADOS E POTENCIAIS CONFLITOS DE INTERESSE	180
CAIXA 10 – EXERCÍCIO DE AVALIAÇÃO DA OCDE SOBRE <i>CORPORATE GOVERNANCE</i>	188
CAIXA 11 – DECISÕES JUDICIAIS EM 2010: CONTRA-ORDENAÇÕES	200
CAIXA 12 – DECISÕES JUDICIAIS EM 2010: CRIMES DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E MANIPULAÇÃO DO MERCADO	207
CAIXA 13 – DEFESA DO INVESTIDOR EM INSTRUMENTOS FINANCEIROS: PROCEDIMENTOS E DOCUMENTOS RELACIONADOS COM A SUBSCRIÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS	213
CAIXA 14 – A ESMA E NOVO SISTEMA EUROPEU DE SUPERVISÃO FINANCEIRA	229



CMVM

1. OS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM 2010

1.1. O MERCADO INTERNACIONAL DE ACÇÕES E DE OBRIGAÇÕES

1.1.1. Os Mercados Financeiros Internacionais

O ano de 2010 foi um ano de viragem da economia mundial e europeia, marcado pelo fim da recessão vivida na Europa, nos Estados Unidos e no Japão nos anos anteriores. O crescimento das economias emergentes teve um novo impulso, em especial originado pelo grupo de países que compõem os BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China), que em média cresceram 8% (apenas 1,9% em 2009).¹ Portugal acompanhou a tendência de recuperação económica embora de forma mitigada e com menor amplitude de variação do PIB (-2,5% em 2009 e 1,4% em 2010).

À semelhança do verificado em 2009, o índice accionista mundial *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI) encerrou o ano de 2010 com uma variação positiva. A valorização anual de 9,6% deveu-se à recuperação verificada durante o segundo semestre, uma vez que no primeiro tinha havido um recuo de 10,9% face ao valor de fecho de 2009. Situação semelhante verificou-se com a generalidade dos índices regionais MSCI. Estes índices registaram desvalorizações próximas ou superiores a 10% até ao final do primeiro semestre, tendo o índice relativo à Zona Euro registado uma desvalorização de 23,5% nesse período.

Quadro 1 - Índices Accionistas *Morgan Stanley Capital Internacional*
(variação da Cotação do Índice em Percentagem)

Índices Internacionais	2008	2009	2010
Índice Mundial	-42,1	27,0	9,6
América do Norte	-39,2	26,3	13,6
Europa	-48,2	31,2	1,0
Zona Euro	-49,2	27,0	-6,9
Pacífico	-37,9	21,1	13,1
Extremo Oriente	-33,8	10,4	14,2

Fonte: *Bloomberg*.

Nota: (i) As cotações que serviram de base ao cálculo das variações percentuais encontravam-se expressas em USD; (ii) O Japão encontra-se incluído no índice Pacífico.

¹ FMI.



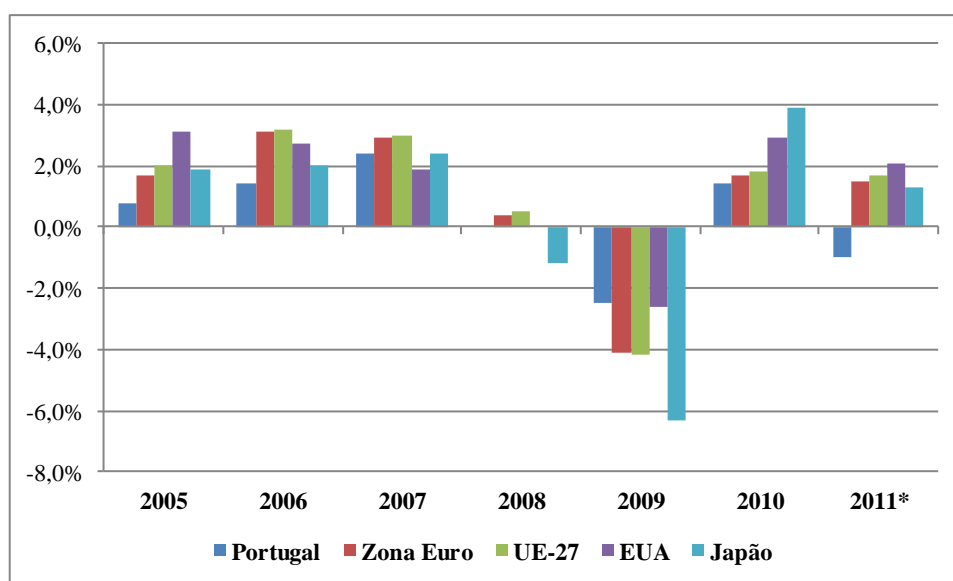
CMVM

O índice relativo à Zona Euro foi o único a apresentar uma descida (-6,9%) em 2010. A crise da dívida soberana associada a alguns países da Zona Euro, designadamente a Grécia, a Irlanda, Portugal e a Espanha, gerou tensões nos mercados internacionais e em especial na Europa, e foi um dos factores que mais condicionaram o comportamento dos mercados da Zona Euro. A crise da dívida soberana terá tido também alguma influência desfavorável sobre o comportamento do índice mundial.

Numa análise mais longa, a evolução dos indicadores MSCI revela que os mercados internacionais ainda se mantêm em níveis inferiores aos verificados em 2007/2008. O índice da América do Norte é aquele que se encontra mais próximo desse desiderato, dado que, por cada dólar investido no último dia de 2007, os investidores contabilizam, passados três anos, um valor de 0,95 centimos. O índice da Zona Euro é aquele que se encontra mais longe de anular essas perdas (por cada dólar investido no final de 2007 os investidores registam no fim de 2010 apenas 0,66 centimos de dólar).

Dada a desvalorização do euro face ao USD em 2010, as variações dos índices expressas em euro são mais positivas do que as variações expressas em USD (que constam do Quadro 1). Se for utilizado o euro como base de cálculo, o índice da Zona Euro desvaloriza 0,2% em vez dos 6,9% apresentados pelo índice baseado nas cotações em USD. O índice mundial aumenta 17,5% em vez dos 9,6%.

Gráfico 1 – Crescimento do Produto Interno Bruto



Fonte: Eurostat, INE.

Nota: *Estimativa da Comissão Europeia.

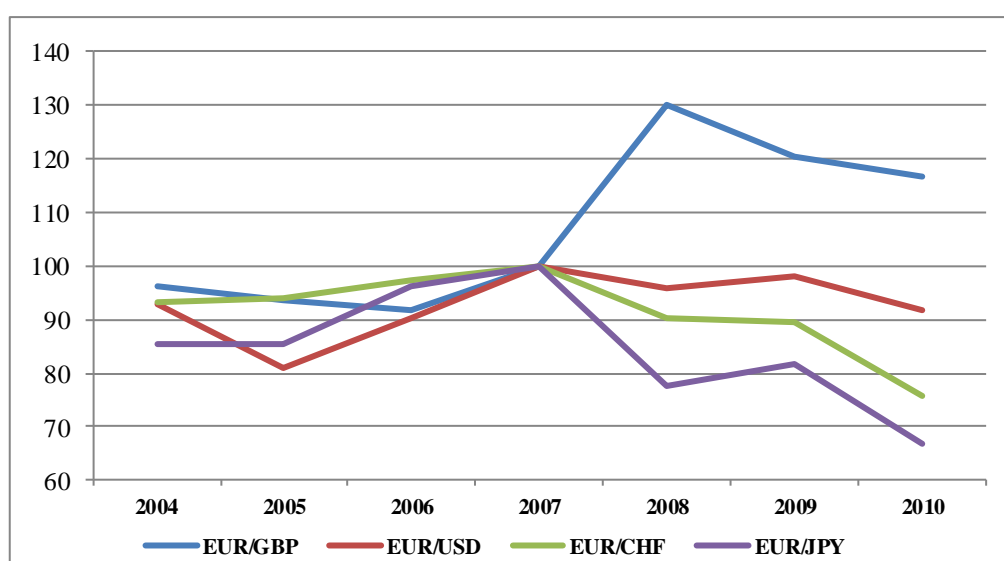


CMVM

A evolução dos mercados não pode ser desligada da aceleração económica mundial ocorrida em 2010 (ver Gráfico 1). O crescimento do PIB foi estimulado principalmente pelo crescimento das economias dos países emergentes, em especial, como já referido, dos BRIC, facto que beneficiou de forma indirecta as economias avançadas com pendor exportador para aqueles mercados, particularmente a Alemanha.

A crise da dívida soberana associada a alguns países da Zona Euro gerou tensões nesta zona monetária, podendo funcionar como uma explicação possível para a desvalorização do euro em relação às principais divisas do sistema monetário internacional. A pressão vendedora que se verificou em 2010 relativamente aos instrumentos de dívida pública desses países é parcialmente explicável pela percepção de fragilidade da sustentabilidade das finanças públicas e dos fundamentos macroeconómicos desses países. Esta pressão fez-se sentir em momentos mais críticos especialmente: i) em Fevereiro por ocasião do anúncio da revisão em alta do défice orçamental português; ii) no final de Abril em vésperas de ser conhecida publicamente a decisão de a Grécia vir a ser alvo de um programa de auxílio financeiro por parte do Fundo Monetário Internacional (FMI) e dos países da EU; iii) em Agosto/Setembro por ocasião da intervenção estatal sobre o sistema financeiro irlandês; e iv) em Novembro quando a economia irlandesa foi intervencionada pela União Europeia em conjunto com o FMI. Por outro lado, em Março, Abril e Maio a *Futures Trading Commission* (CFTC)² divulgou dados relativos a transacções em derivados de divisas que, segundo a CFTC, denunciavam indícios de especulação significativa contra o euro, o que colocou pressões adicionais sobre os mercados financeiros.

Gráfico 2 - Evolução da Taxa de Câmbio do Euro (Valores de Final de Ano)
(Índice 100 = 2007)



Fonte: Bloomberg (cálculos CMVM).

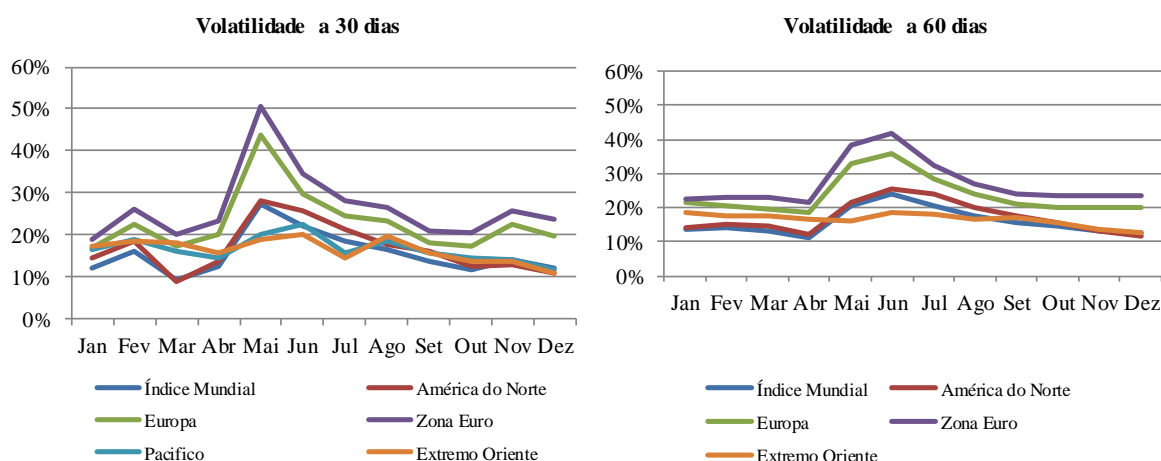
² A CFTC é a entidade reguladora e de supervisão dos mercados de derivados de *commodities* e de opções dos Estados Unidos.



CMVM

A cotação de final de ano do EUR/USD foi de 1,3366, menos 6,7% do que em idêntico momento em 2009 (1,4331). Esta cotação de final do ano encontra-se entre as 4 mais baixas do período de 8 anos analisado (2003 a 2010). Todavia, no segundo e terceiros trimestres do ano o par cambial EUR/USD registou valores bastante mais baixos do que o valor de final de ano tendo registado o mínimo do ano em Maio por ocasião do auge da crise da dívida soberana grega (1,1952). Em termos históricos, desde a fundação do euro, a cotação máxima diária de fecho do EUR/USD foi de 1,599 (em Abril 2008) e a mínima foi de 0,8255 (em Outubro de 2000).

Gráfico 3 – Volatilidade histórica dos Índices Accionistas *Morgan Stanley Capital International* em 2010



Fonte: Bloomberg.

Nota: Não existem dados para o MSCI Pacífico relativos à volatilidade a 60 dias, pelo que se excluiu este índice da análise.

Os factos que contribuíram para as oscilações cambiais do euro face às principais divisas podem explicar os níveis de volatilidade que se registaram nos mercados accionistas ao longo de 2010. Como ilustra o Gráfico 3, a volatilidade histórica diária da Europa, e da Zona Euro em particular, esteve acima das demais zonas geográficas durante todo o ano de 2010. A volatilidade a 30 dias em fim de período (mês)³ atingiu níveis mais elevados em Maio e superou a barreira dos 50% na Zona Euro por ocasião do auge da crise da dívida soberana grega. Embora em tendência descendente desde Maio até ao final do ano, nos dois últimos meses de 2010 assistiu-se ao acentuar do diferencial de volatilidade entre a Zona Euro e as demais zonas mundiais, indicador de que os problemas associados à crise da dívida soberana ainda estavam longe de ser ultrapassados. O ano 2010 foi também marcado por um clima generalizado de incerteza quanto às perspectivas económicas mundiais e do mundo ocidental em particular, por receio de um *double dip*, ou seja, de um novo período de recessão económica pouco depois de se ter iniciado uma fase de recuperação da economia.

³ Os valores apresentados no gráfico referem-se ao valor da volatilidade histórica diária anualizada calculada por referência ao último dia de cada mês do ano. A volatilidade a 30 dias é determinada pelo desvio padrão das variações do índice ocorridas nos 30 dias precedentes. A volatilidade a 60 dias é calculada de forma idêntica, excepto quanto ao número de observações (variações diárias). Os valores apresentados não correspondem, por isso, a valores de volatilidade média mensal.



CMVM

Os indicadores de confiança económica transmitiram não raras vezes sinais contraditórios ao longo do ano e sem tendência facilmente identificável nos Estados Unidos. Na Europa as incertezas no plano político contribuíram para o aumento da volatilidade dos mercados. A criação de um mecanismo de gestão de crises, em particular o estabelecimento e a definição das regras de funcionamento do *European Financial Stability Fund* (EFSF) e do *European Financial Stability Mechanism* (EFSM) dominaram a discussão política no segundo semestre do ano. Por outro lado, as expectativas de descida das notações de risco de crédito de emittentes soberanos dos países mais atingidos por crises orçamentais foram também geradoras de volatilidade e em algumas circunstâncias tiveram repercussões negativas na evolução do mercado accionista.

Esta incerteza geradora de receio relativamente aos investimentos accionistas teve expressão na elevada volatilidade nos mercados internacionais, ainda que inferior à do ano anterior, sendo este comportamento visível não só na volatilidade a 30 dias como também, de forma mais aplanada, no indicador da volatilidade histórica a 60 dias. O pico de volatilidade de 2010 foi comparável à volatilidade que se verificou na Primavera de 2008, por ocasião da intervenção público-privada no banco norte-americano *Bear Stearns* para evitar o seu colapso total, marco incontornável da crise financeira mundial de 2007/2009. A volatilidade reflectiu o ambiente de risco vivido tal como percepcionado pelo mercado, tendo o risco soberano concorrido de modo proeminente para o risco de mercado por via da estreita correlação entre os mercados de dívida e de acções.

O Gráfico 4 ilustra a volatilidade implícita de alguns dos principais índices mundiais. No caso dos índices SP&P500 e Eurostoxx50, a medida de volatilidade implícita é a volatilidade de um cabaz de opções de compra e venda, e no caso do FTSE100 é a volatilidade da opção de compra do índice a 30 dias, não sendo por isso os primeiros perfeitamente comparáveis com o segundo.⁴

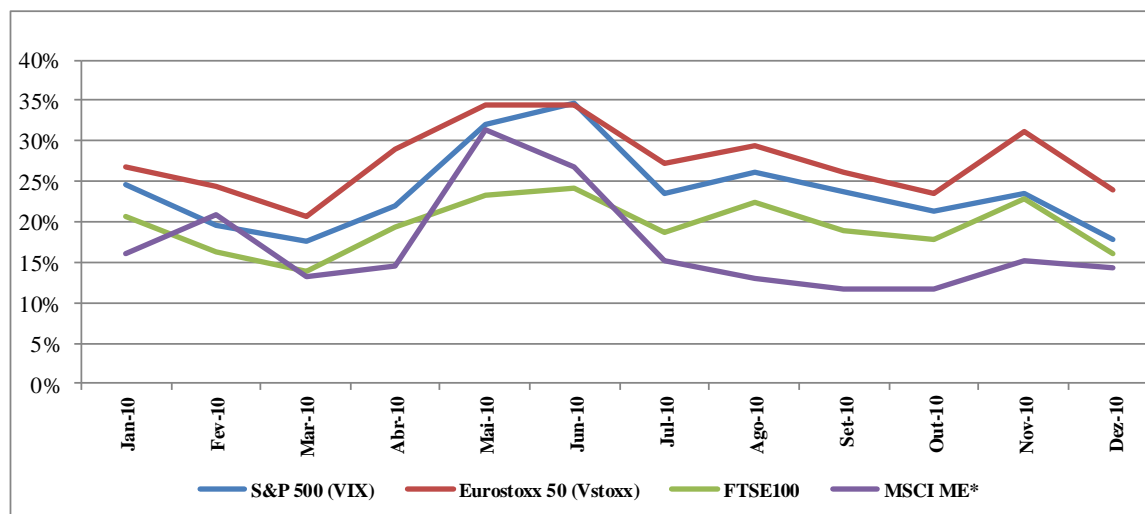
Em geral, a volatilidade implícita dos vários índices das economias ocidentais teve uma evolução similar ao longo do ano, com a do índice Eurostoxx50 a ser a mais elevada. A volatilidade implícita cresceu entre o fim de Maio e o fim de Junho e atingiu neste mês os valores mais elevados do ano para todos os índices analisados, com excepção do *MSCI Emerging Markets* (ou «MSCI ME»). Este comportamento do indicador denota a manutenção de expectativas de volatilidade relativamente elevadas, indissociáveis dos acontecimentos de Maio relacionados com a crise da dívida soberana grega. Os níveis de volatilidade dos mercados emergentes, mais baixos em termos relativos, estiveram associados a uma valorização do índice respectivo (+16,4%) que se verificou durante o ano, muito influenciada pela evolução dos mercados dos BRIC (+9,5%).

⁴ Não estão disponíveis na *Bloomberg* índices de volatilidade “compostos” para o FTSE100. No caso do MSCI ME, dado a inexistência de indicadores de volatilidade implícita, usou-se a volatilidade histórica.



CMVM

Gráfico 4 - Evolução da Volatilidade Implícita dos Índices Accionistas (30 dias) em 2010



Fonte: Bloomberg.

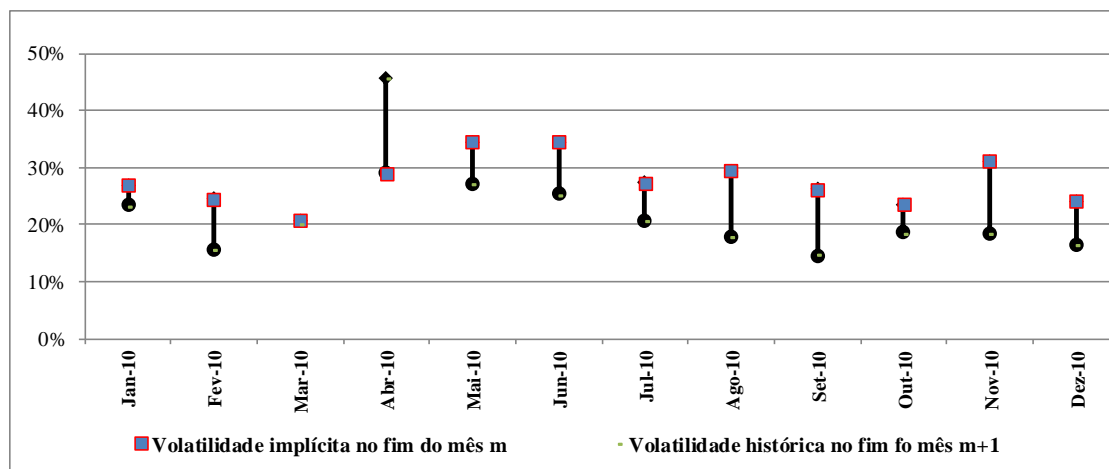
Nota: *Volatilidade histórica.

A volatilidade implícita⁵ dos principais índices accionistas europeus e do principal índice accionista norte-americano foi em geral mais elevada do que a volatilidade histórica (efectiva) dos mesmos índices em 2010, com excepção do final do mês de Abril. Tomando a volatilidade implícita como um indicador da volatilidade esperada, tal significa que os intervenientes no mercado previram (ou esperaram) ao longo de quase todo o ano uma volatilidade superior àquela que efectivamente se verificou, ou seja, sobrestimaram os níveis de volatilidade que o mercado veio a registar. A excepção a este padrão aconteceu no mês de Maio em que a volatilidade efectiva, muito elevada, não foi de todo antecipada no final de Abril, dada a singularidade e raridade dos eventos associados à crise da dívida soberana grega.

O comportamento da volatilidade do índice europeu Eurostoxx50 apresentado no Gráfico seguinte ilustra a relação verificada entre a volatilidade implícita (registada no mês em causa) e a volatilidade histórica (registada no mês seguinte), e de facto apenas em Abril esta foi superior àquela.

⁵ Os valores apresentados no gráfico referem-se à volatilidade implícita diária no último dia de cada mês do ano, determinada pelo desvio padrão da variação do índice subjacente face às variações diárias do índice ocorridas nos 30 dias precedentes.

Gráfico 5 - Volatilidade Implícita vs. Volatilidade Histórica do Eurostoxx50 (30 dias) em 2010



Fonte: Bloomberg.

Embora o excesso de volatilidade nos mercados de capitais possa ser percebido como uma ameaça ao rendimento do investimento em algumas classes de activos, designadamente acções, a mesma volatilidade é também encarada como uma oportunidade de negócio, o que justifica que em 2010 tenham sido lançados no mercado europeu os primeiros *Exchange-Traded Funds* (ETF) de volatilidade implícita (tendo por activo subjacente o índice VIX). O desempenho destes fundos depende dos níveis de volatilidade registados e o seu interesse económico aumenta com o aumento da própria volatilidade, quer se assuma uma posição longa no fundo (tendo por objectivo beneficiar do ambiente de turbulência), quer se assuma uma posição curta (tendo por objectivo a cobertura de risco). A negociação deste tipo de produtos coloca questões aos reguladores e supervisores por várias razões. Assim: i) os ETF de volatilidade são distribuídos junto do investidores de retalho pelo que é importante que o investidor disponha da informação necessária à tomada de decisão informada; ii) estão disponíveis no mercado *inverse* ETF de volatilidade, que são ainda mais difíceis de perceber para aqueles investidores; iii) o movimento de oferta e procura de ETF de volatilidade é susceptível de influenciar o comportamento da volatilidade “real” (implícita e histórica), pois a volatilidade é encarada como um activo transaccionável, sendo útil, numa óptica de prevenção e mitigação do risco sistémico, compreender os mecanismos que se operam na referida interacção. No limite, haverá que ponderar se este tipo de produto, pela complexidade e riscos que envolve, deverá poder ser oferecido a investidores não qualificados e adoptar eventuais medidas regulatórias nesse sentido.

O aumento da procura de ouro e do respectivo preço, bem como o de instrumentos financeiros relacionados com o ouro e outros metais preciosos, ocorrida em 2010 foi todavia sintomático de que a volatilidade funciona em larga medida como factor dissuasor do investimento de longo prazo em alguns segmentos do mercado accionista (de que são exemplo acções do sector financeiro ou de empresas residentes em países que estiveram sujeitos a



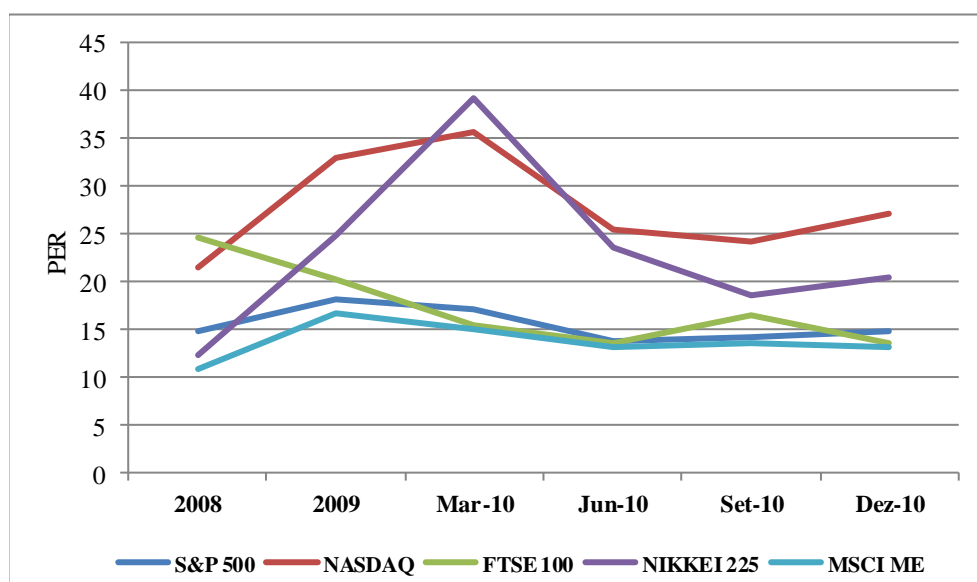
CMVM

pressão na dívida soberana) e de que, nestas circunstâncias, os investidores procuram activos não correlacionados com os índices accionistas.

No que respeita aos preços relativos praticados no mercado accionista, a evolução do PER dos principais índices mundiais revela uma tendência de descida, em particular no primeiro semestre do ano. Entre o último dia de 2009 e o último de 2010, o PER do S&P e o do Nikkei diminuíram 17,9% e 17,4%, respectivamente. Na Europa as descidas dos PER foram ainda mais marcadas (analisadas em maior detalhe no ponto 1.1.2). Nos mercados emergentes o PER diminuiu 24,8%, o que se terá ficado a dever à quebra de resultados pois o índice respectivo registou uma subida no período em causa.

As variações mais fortemente negativas concentraram-se no primeiro trimestre do ano, na sequência da recuperação económica então iniciada e da antecipação de resultados mais favoráveis (materializados nos resultados do primeiro trimestre), assumindo posteriormente tendência para a estabilização ao longo da segunda metade do ano. A evolução observada denota que houve uma diminuição do prazo necessário para a recuperação do investimento em acções nos índices analisados, melhorando-se assim as perspectivas de investimento nos mercados accionistas considerados.

Gráfico 6 - PER nos Principais Índices Mundiais (Valores de Final de Período)



Fonte: Bloomberg.

O Gráfico 6 ilustra a evolução do PER médio de 2010 face à média dos PER da última década. Os PER anuais relativos ao S&P500, ao FTSE100, ao Nikkei225 e ao Nasdaq são inferiores à respectiva média dos últimos 10 anos. Dito de outra forma, em termos relativos face aos anos anteriores, os valores desta classe de activos estão menos elevados do que nos últimos 10 anos. Note-se, todavia que parte significativa da última década (até 2003)

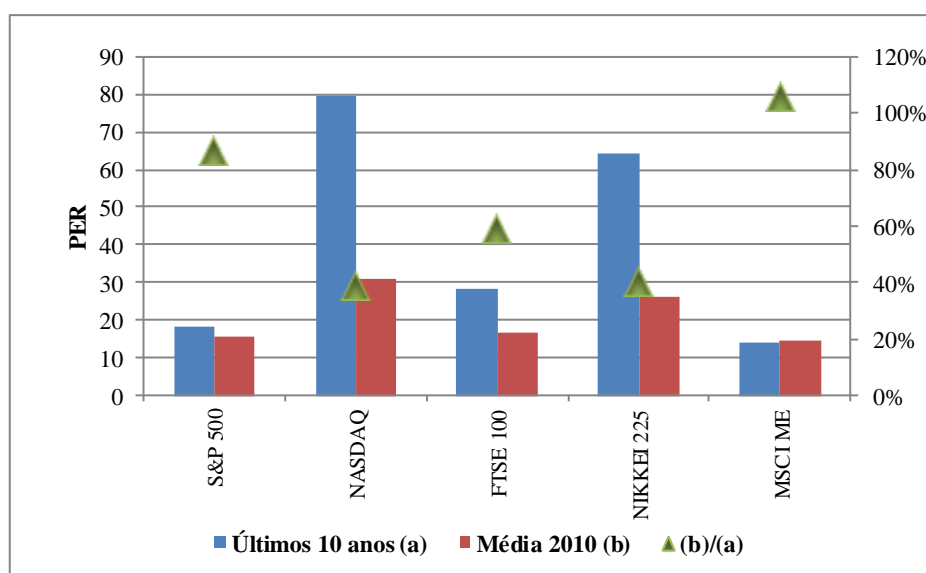


CMVM

correspondeu a um período de forte expansão dos preços das acções, pelo que aquela comparação deve ser relativizada.

O comportamento do Nasdaq difere do dos demais índices pois trata-se de um índice de empresas tecnológicas, não sendo directamente comparável com os restantes índices apresentados. A elevada diferença de valores entre o PER médio de 2010 (33) e o dos últimos 10 anos (83) que se regista no Nasdaq justifica-se pelos eventos do início do milénio quando ocorreu a crise das empresas tecnológicas.⁶ De facto, o Nasdaq esteve durante todo o ano de 2001 e de 2002 e ainda uma parte significativa de 2003 com EPS negativos, e nos anos subsequentes os resultados foram muito baixos, o que justifica o elevado PER médio histórico. Já o Nikkei225, que regista uma situação semelhante à do Nasdaq, tem por base um fenómeno bastante diferente. Neste caso, o PER reflecte o clima de estagnação continuada da economia japonesa nos últimos dez anos e a correspondente depreciação contínua do preço dos activos bolsistas. A relação entre o PER de 2010 e o PER da última década dos mercados emergentes denota um valor de 2010 superior à média registada no passado recente. Este comportamento pode ser justificado pela expansão económica das economias dos países emergentes, em especial dos BRIC, tendo os respectivos mercados registado fortes valorizações no último ano, como já referido.

Gráfico 7 - PER Médio em 2010 versus PER Médio dos Últimos 10 Anos (Valores em Final de Período)



Fonte: Bloomberg (cálculos CMVM).

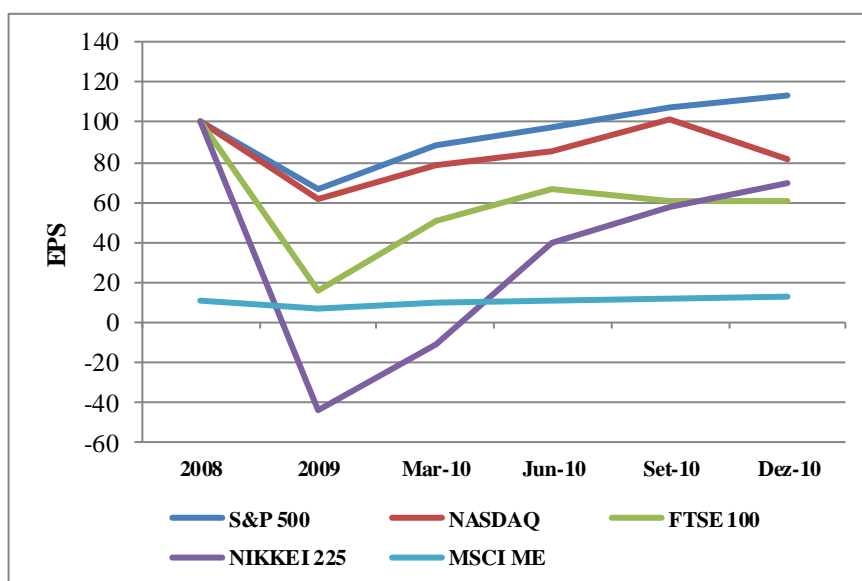
⁶ Sendo o rácio PER o quociente entre o preço da acção e os resultados da mesma, quando os resultados são negativos o rácio não é calculado. Por essa razão, em 2001, 2002 e parte de 2003 não foi calculado o PER para o Nasdaq, o mesmo se verificando relativamente ao Nikkei durante partes de 2009 e 2010.



CMVM

O cenário de recuperação económica registado em 2010 favoreceu a melhoria dos resultados das empresas cotadas, justificando assim a ligeira subida verificada nos EPS. O gráfico seguinte mostra como se repercutiu ao longo dos trimestres do ano a subida dos resultados das empresas. O crescimento dos EPS foi especialmente marcado no primeiro trimestre, a partir da baixa base dos valores recessivos de 2009.

Gráfico 8 - EPS nos Principais Índices Mundiais
(Índice 100 = 2008)



Fonte: Bloomberg (cálculos CMVM).

Apesar das incertezas anteriormente referidas, a retoma económica que se veio a verificar permitiu que os EPS⁷ das empresas cotadas do S&P500, do Nasdaq, do FTSE100 e do Nikkei225 tivessem tido uma evolução geralmente positiva. Os EPS do índice MSCI ME apresentam uma ligeira melhoria no ano, embora se tivessem mantido em valores francamente inferiores aos dos demais índices, com excepção do índice japonês.

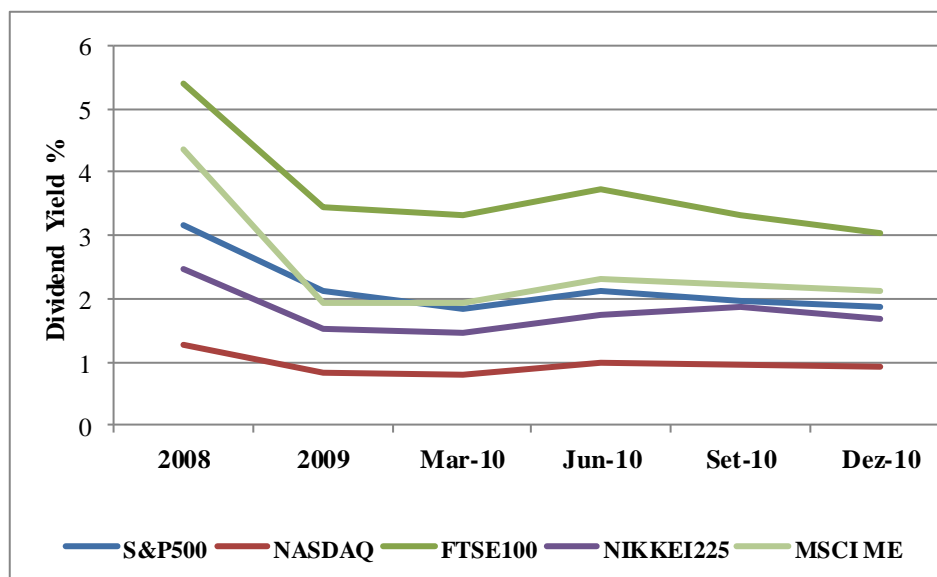
O *dividend yield* é outro dos indicadores de preço relativo (trata-se do dividendo sobre o preço da acção). Este indicador pode aumentar, ou por força do incremento dos dividendos, ou por via da queda dos preços.

⁷ EPS expurgados de resultados extraordinários.



CMVM

Gráfico 9 - *Dividend Yield* nos Principais Índices Mundiais (Valores em Final de Período)



Fonte: Bloomberg.

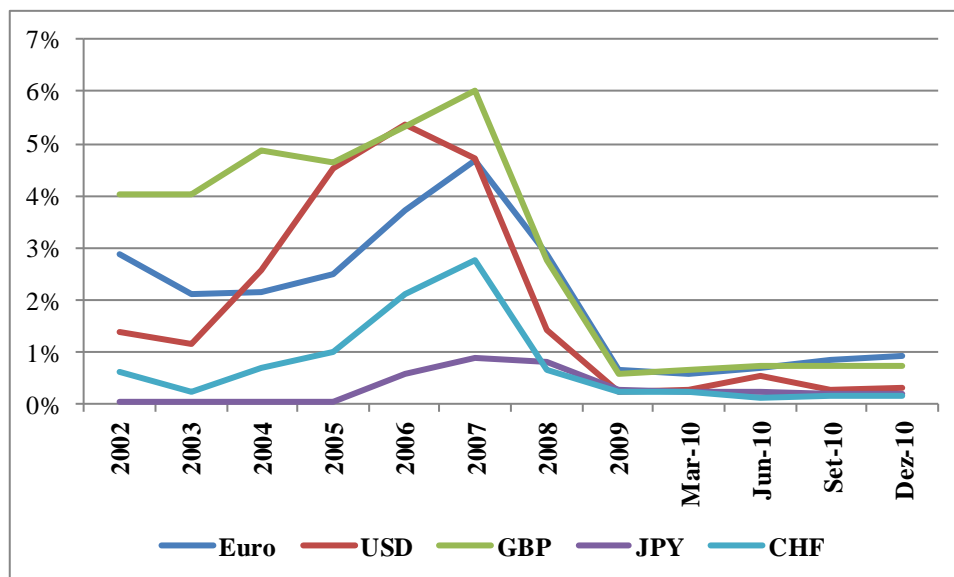
Apesar do crescimento dos EPS em 2010 anteriormente notado, este não se traduziu, na generalidade dos índices, num aumento do *dividend yield*. Pelo contrário, este indicador caiu ligeiramente (no caso do S&P500 e FTSE100, também por efeito da variação positiva dos índices a que respeitam), ou manteve-se estável (no caso do Nikkei225), o que terá ficado a dever-se ao facto de as empresas terem optado por políticas de distribuição de dividendos mais restritivas (menor *dividend payout ratio*) tendo em vista aplicar os meios libertos líquidos no processo de desalavancagem e reforçar os capitais próprios. Este fenómeno assumiu maiores proporções no sector financeiro bancário, em grande medida devido a preocupações de natureza prudencial.

As taxas internas de rentabilidade da dívida pública das principais economias registaram valores ligeiramente inferiores aos verificados em 2009. Para tal terá contribuído a política expansionista de concessão de liquidez que se verificou ao longo do ano, quer na Europa (Zona Euro e Reino Unido), quer nos Estados Unidos da América, orientada no sentido de consolidar o processo de retoma económica nestas duas regiões, as mais afectadas pela crise de 2007/2009.



CMVM

**Gráfico 10 – Evolução das Taxas de Juro de Curto Prazo (a 3 meses)
(Valores em Final de Período)**



Fonte: Bloomberg.

Nota: Valores no final do período. Taxas LIBOR segundo preços da British Bankers Association.

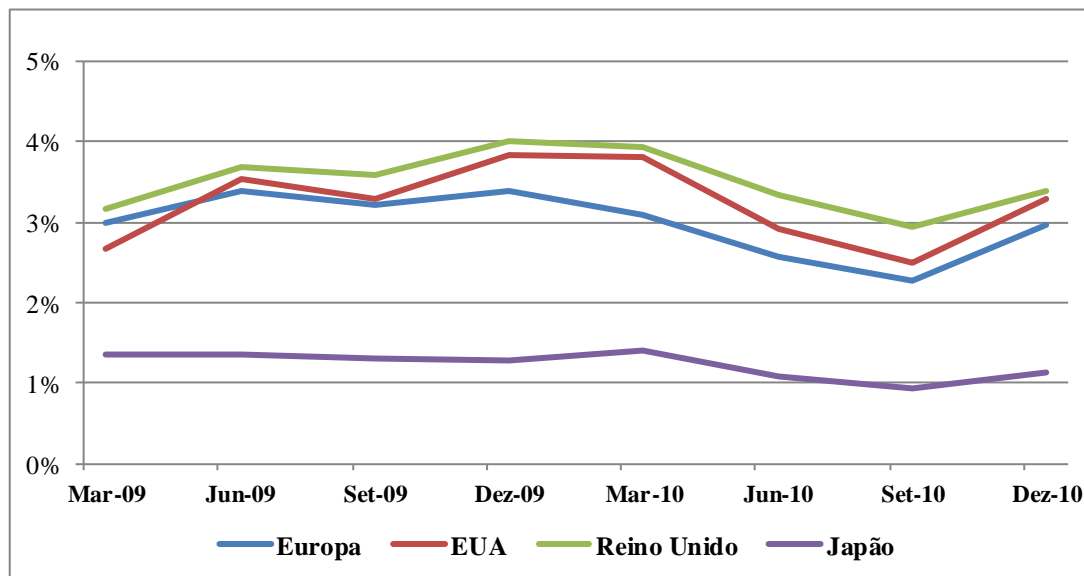
Além das operações de gestão da liquidez usuais, o BCE fez uso de medidas especiais de política monetária, as chamadas *non-standard measures*, que até à data não tinham sido tomadas, designadamente: i) a concessão de empréstimos sem limite de afectação de fundos às instituições financeiras da UEM com problemas de liquidez; ii) no âmbito da política de garantias aceites pelo BCE como colateral nas operações de crédito do Eurosistema, a suspensão temporária do limite mínimo da notação de risco relativamente aos títulos de dívida pública de estados membros da UEM e, iii) o programa de compra de valores mobiliários em mercado secundário (*Securities Market Programme*) que permitiu a compra por parte do BCE de instrumentos de dívida pública de países como a Grécia, a Irlanda, a Bélgica, a Espanha e Portugal, atenuando assim os desequilíbrios gerados pela forte pressão vendedora que se fez sentir nestes mercados. Relativamente a esta última medida, no final de 2010, o Eurosistema tinha adquirido obrigações ao abrigo do programa com um montante total liquidado de cerca de 73,5 mil milhões de euros.⁸

⁸ Fonte: BCE Relatório Anual 2010.



CMVM

**Gráfico 11 - Taxa Interna de Rendibilidade do Índice Obrigacionista de Dívida Pública a 10 anos
(Valores de Final de Período)**



Fonte: Bloomberg.

Os índices obrigacionistas de dívida pública (valores de fim de período) das economias ocidentais apresentados no gráfico oscilaram entre 2,3% e 4%. Os valores do índice europeu, que consiste num cabaz de obrigações de dívida pública alemã e francesa (entre 2,3% e 3,4%), situaram-se ligeiramente abaixo dos índices inglês (entre 2,95% e 4%) e norte-americano (entre 2,5% e 3,8%), o que poderá ser explicado pela forte procura que os *bunds* (dívida alemã) tiveram, funcionando como activo de refúgio num ano marcado por uma intensa volatilidade, e servindo de contraponto ao aumento do risco dos títulos da dívida pública dos países da Zona Euro atingidos por crises orçamentais e financeiras mais agudas. Na medida em que a rendibilidade das obrigações de dívida pública incorporam uma componente de inflação, o aumento dos índices que se verificou entre o terceiro trimestre e o último dia do ano poderá ser explicado pelas pressões inflacionistas que começaram a ser sentidas a nível global nesse período, motivadas principalmente pelo aumento do preço das matérias-primas. O índice japonês (entre 0,9% e 1,4%) manteve-se baixo, em linha com o clima de deflação de longo prazo vivido por este país, que se manteve em 2010.

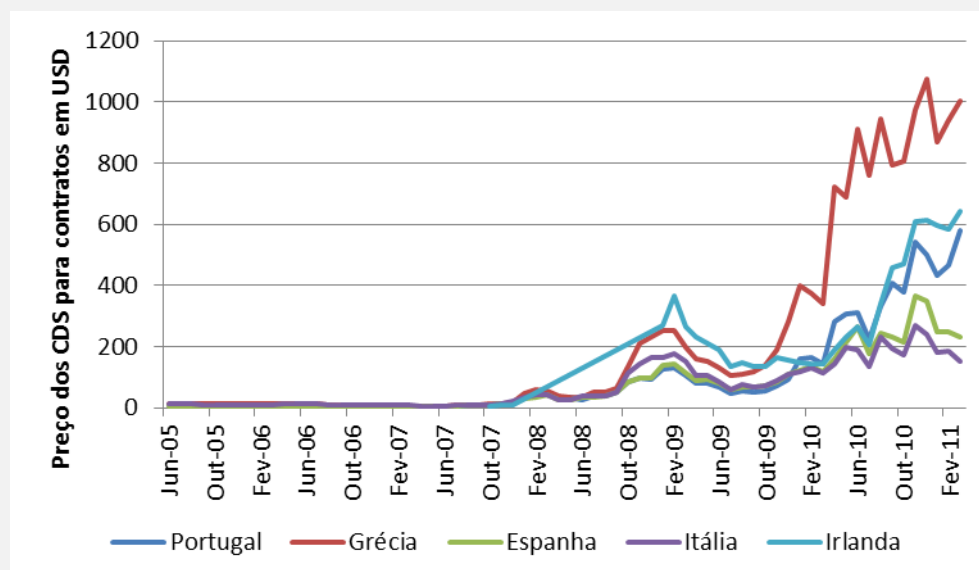


CMVM

CAIXA 1 – OS MERCADOS DE DÍVIDA SOBERANA E RESPECTIVO MERCADO DE *CREDIT DEFAULT SWAPS*

Ao longo do ano de 2010 assistiu-se a um forte incremento dos preços dos *Credit Default Swaps* (CDS) e das *yields* da dívida soberana de alguns países da Zona Euro, em particular da Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha. O gráfico seguinte ilustra essa tendência. Entre 31-12-2007 e 31-03-2011 os preços dos CDS a 5 anos, expressos em USD, subiram 9,85; 6,31; 5,65; 1,30 e 2,20 p.p. para a dívida soberana da Grécia, da Irlanda, de Portugal, de Itália, e de Espanha, respectivamente.

Spreads dos CDS da Dívida Soberana dos Países Europeus (em percentagem)



Fonte: Bloomberg.

Os CDS conferem protecção contra o risco de crédito de uma entidade de referência, seja ela uma empresa ou um país. O vendedor de protecção é obrigado a compensar o comprador da protecção pela diferença entre o valor facial da obrigação de referência e o seu valor de recuperação, quando sucede um evento de crédito (falência da entidade emitente, incumprimento, moratória ou repudiação/reestruturação da dívida), compensando assim o comprador pela sua perda. Em contrapartida, o comprador de protecção efectua pagamentos periódicos ao vendedor até à primeira das seguintes datas: data de maturidade do CDS ou data de ocorrência de um evento de crédito. O preço do CDS encontra-se usualmente expresso em percentagem (ou em pontos base) do valor nominal do contrato e concretiza-se, em regra, num pagamento inicial (*upfront*) e em pagamentos periódicos (normalmente em termos trimestrais). No caso de existir um evento de crédito, o *payoff* do comprador de protecção será dado pela diferença entre o valor facial da obrigação e o seu valor de mercado após ter ocorrido o evento de crédito.



CMVM

O *spread* de uma obrigação pode ser obtido pela diferença entre a sua *yield* e a rendibilidade do activo financeiro sem risco. Se ambas as medidas permitem avaliar o risco de incumprimento de uma entidade, então deverá existir uma relação próxima entre os dois indicadores. Em teoria ter-se-ia:

$$\text{spread}_i = \text{yield OT}_i - \text{rend. activo sem risco} = \text{Preço do CDS}_i$$

Uma análise à relação entre os mercados de CDS e os mercados de dívida soberana foi efectuada sobre um conjunto de onze países pertencentes à Zona Euro (Portugal, Espanha, Itália, França, Grécia, Irlanda, Alemanha, Finlândia, Áustria, Holanda e Bélgica) no período compreendido entre 17/12/2006 e 16/12/2010. Em primeiro lugar testou-se a existência de uma relação de cointegração entre os preços dos CDS e os *spreads* de crédito e, concomitantemente, a presença de quebras de estrutura nos modelos explicativos. Adicionalmente, foi verificada a robustez dos resultados ao serem usados dois indicadores alternativos para a taxa de juro sem risco.⁹

Foi utilizado o conceito de cointegração entre os preços dos CDS e os *spreads* de crédito. Segundo o Teorema de Representação de *Granger*, se existir cointegração entre os dois mercados, tal significa que existe uma relação de equilíbrio de longo prazo entre ambos os mercados, bem como um mecanismo de correcção de erros. Nestas condições é também possível aferir o contributo de cada um dos mercados na formação de preços a partir da medida de *Gonzalo-Granger* e das fronteiras de *Hasbrouck*.

Os resultados obtidos evidenciam a relevância de certos eventos na estrutura dos modelos explicativos da relação entre os mercados de CDS e os mercados de dívida soberana. O período do estudo compreende três eventos que influenciaram o comportamento conjunto dos mercados analisados: (i) a crise financeira nos EUA, que conduziu à falência da *Lehman Brothers*, (ii) a crise da dívida soberana grega e (iii) a criação do Fundo Europeu de Estabilização Financeira, com posteriores intervenções do BCE nos mercados de dívida soberana. A análise efectuada permite concluir que estes eventos tiveram impacto na relação de equilíbrio entre os dois mercados, sendo que o impacto de cada um desses eventos foi heterogéneo nos países analisados. No que diz respeito aos dois últimos eventos, os testes realizados revelaram fortes indícios de quebras de estrutura em Itália, em Portugal, na Espanha, na Grécia e na Irlanda. O mesmo será dizer que os resultados encontrados indiciam que a relação entre os preços dos CDS e os *spreads* de crédito das obrigações soberanas se alterou ao longo do período estudado. Os resultados apontam ainda para a diminuição da intensidade das relações de equilíbrio de longo prazo entre os mercados, no período que se inicia com a falência da *Lehman Brothers* e que termina com

⁹ Como foi referido, os *spreads* de crédito são obtidos através da diferença entre as *yields* das obrigações soberanas e a remuneração do activo sem risco. Todavia, na literatura financeira não é consensual a medida usada como referência para a remuneração do activo sem risco. As duas medidas mais comumente usadas em estudos para países da zona euro são a *swap rate* e a diferença entre as *yields* das obrigações soberanas da Alemanha e o preço dos CDS que incidem sobre essas obrigações.



CMVM

a criação do Fundo Europeu de Estabilização Financeira. A evidência encontrada contrasta com alguns estudos¹⁰ que concluíam pelo reforço, ao longo do tempo, da relação entre os mercados à vista de obrigações e de CDS.

No que se refere ao mercado que lidera o processo de formação de preços, os resultados obtidos quer pelas medidas de *Gonzalo-Granger* e *Hasbrouck*, quer pelos testes de causalidade à *Granger*, apontam para o incremento da relevância do mercado de CDS. Os testes de causalidade à *Granger* apontam para um aumento da interação entre os mercados de CDS e de dívida pública ao longo do tempo em praticamente todos os países analisados, com especial relevo para o efeito da variação do preço dos CDS na variação dos *spreads* de crédito.

Por fim, é ainda de assinalar a influência da *proxy* escolhida para a taxa de juro isenta de risco nos resultados alcançados, em particular até ao início da crise da dívida soberana grega. Se se considerar como *proxy* para a taxa de juro isenta de risco a diferença entre as *yields* das obrigações soberanas da Alemanha e o preço dos CDS que têm com referência essas obrigações, verifica-se uma relação de equilíbrio de longo prazo entre as variáveis em análise em 7 países (Áustria, Itália, Grécia, Irlanda, Holanda, Espanha e Portugal) quando se considera os horizontes temporais mais alargados (de 18-12-2006 a 16-12-2010). A utilização da *swap rate* como referência para a taxa de juro sem risco conduz a resultados ligeiramente diferentes, e o grupo de países onde se observa aquela relação de longo prazo é composto por Áustria, Itália, Finlândia, França, Grécia, Irlanda e Portugal.

No que se refere à existência de uma relação de equilíbrio de longo prazo entre os mercados accionistas e os mercados de CDS soberanos, a principal conclusão a retirar é a de que esta, a existir, é instável e não linear. Com efeito, da análise do período compreendido entre 17-12-2006 e 16-12-2010 apenas resulta uma relação de cointegração (na Áustria) entre os preços dos CDS e o (logaritmo) da cotação dos principais índices bolsistas, não se registando tal relação empírica em nenhum dos demais 10 países. Na opção por vários sub-períodos (em que as fronteiras desses sub-períodos constituem potenciais pontos de quebra de estrutura), os resultados evidenciam cointegração das variáveis na maioria dos países entre 01-10-2008 e 09-05-2010, e nos países mais afectados pela crise de dívida soberana (Portugal, Espanha, Itália, Grécia e Irlanda) entre 10-05-2010 e 16-12-2010. Aparentemente, as relações de equilíbrio de longo prazo entre os mercados accionistas e os mercados de CDS apenas perduram no tempo em cenários de crise financeira (período pós-falência da *Lehman Brothers*), em que os estados europeus foram “forçados” a conceder avais/garantias aos principais bancos nacionais, o que aumentou os respectivos passivos contingentes) e, numa fase ulterior, após o início da crise de dívida soberana grega. No caso particular de Portugal, é de assinalar a existência de uma relação de equilíbrio de longo prazo

¹⁰ Fontana e Scheicher (2010), “An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds”, ECB Working Pappers; Coudert, V., and M. Gex (2010), “Credit default swap and bond markets: Which leads the other?”, Financial Stability Review, Banque de France.



CMVM

(cointegração) entre o mercado de CDS e o mercado accionista no período que entre 01-10-2008 e 16-12-2010. No período analisado anterior a 01-10-2008, essa relação estatística entre os preços formados nos dois mercados é rejeitada.

A análise das medidas de *Gonzalo-Granger* e de *Hasbrouck*, assim como da relevância estatística dos parâmetros de ajustamento associados aos modelos VEC (vectores com correcção de erro) indicam que, até ao período iniciado em 10-05-2010, a revelação de preços parecia ser liderada pelo mercado de CDS. No entanto, entre esta data e 16-12-2010, o mercado de acções registou um aumento de importância gradual na incorporação de informação relacionada com o risco de incumprimento soberano, antecipando-se ao mercado de CDS em alguns dos países analisados.

No que diz respeito à propagação da volatilidade entre os mercados accionistas e de CDS, esta parece concentrar-se em alguns períodos de tempo, tendo sido mais intensa até ao início da crise de dívida soberana da Grécia e após a cimeira da UE de Maio de 2010. Neste último período, a propagação de volatilidade entre os dois mercados parece ter sido bilateral na maioria dos países, com o mercado de CDS a propagar volatilidade nos mercados accionistas, mas com o inverso também a suceder. Relativamente a Portugal, a análise efectuada permitiu confirmar uma interacção no curto prazo entre os dois mercados em termos das variações dos preços/rendibilidades. Porém, a evidência indicia também, que a volatilidade dos mercados accionistas antecede com maior frequência a volatilidade dos mercados de CDS que o contrário.

Por último, os resultados permitem rejeitar a hipótese de imutabilidade da relação empírica entre as variações dos preços dos CDS e o desfasamento da rendibilidade dos mercados accionistas, com excepção dos casos de Espanha, da Finlândia e da Irlanda. A hipótese de reacção da rendibilidade dos mercados accionistas aos valores passados das variações dos CDS também foi rejeitada em vários países (exceptuam-se, neste caso, a Áustria, a Bélgica, a Espanha e a Grécia). Atendendo a estes resultados, conclui-se que a relação de curto prazo entre as variáveis analisadas parece ser condicional em relação ao *momentum* do mercado accionista (ou de CDS). Dito de outro modo, a sensibilidade das rendibilidades accionistas à variação dos prémios dos CDS soberanos depende da conjuntura do mercado accionista.

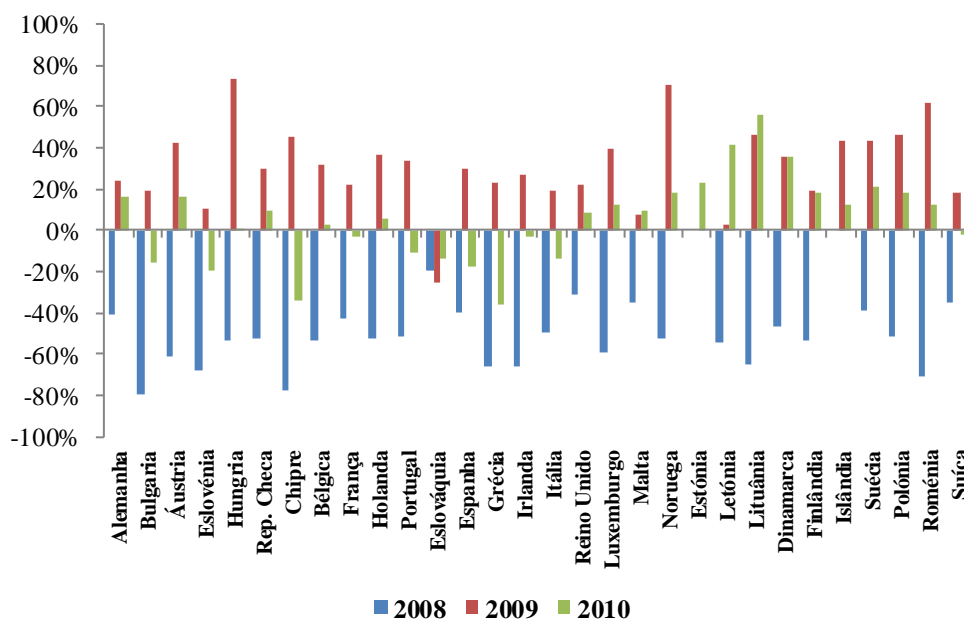
1.1.2. Os Mercados Accionistas e Obrigacionistas na União Europeia



CMVM

Os investidores parecem ter manifestado mais confiança em mercados cujo desempenho económico se revelou favorável, quer em termos de crescimento económico, quer da maior solidez relativa das finanças públicas. Ao contrário, nos países sujeitos à pressão nos mercados de dívida soberana, os principais índices bolsistas desceram, traduzindo uma desvalorização dos activos que os compõem: atente-se aos casos grego, espanhol, italiano e português, com desvalorizações de 35,6%, 17,4%, 13,2%, e 10,3%, respectivamente. O caso da bolsa irlandesa, cujo índice desvalorizou apenas 3% em 2010 apresenta-se como a excepção, pelos motivos explicitados mais à frente. Os índices associados à *Euronext* apresentaram comportamentos diferenciados, com o PSI20 e o CAC40 a desvalorizar, 10,3% e 3,3% respectivamente, e os índices AEX25 e BEL20 a registarem subidas modestas, de 5,7% e 2,7%, respectivamente.

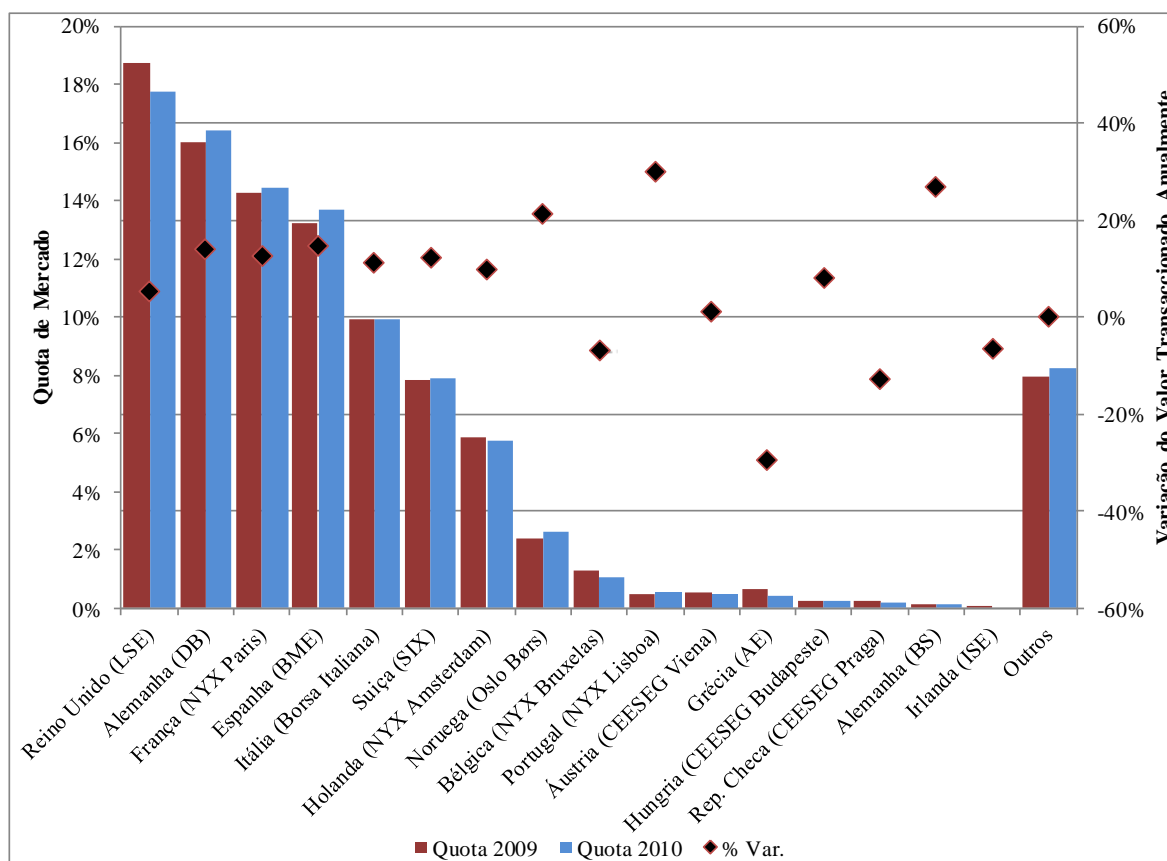
Gráfico 12 – Variação Anual dos Índices Accionistas de Mercados de Valores Mobiliários Europeus (2008 a 2010)



Fonte: Bloomberg

A análise intra-anual mostra que as perdas mais importantes que se verificaram nas praças europeias se concentraram no segundo trimestre. Estas perdas reflectem não só os eventos relacionados com a crise da dívida soberana grega – foi no conselho ECOFIN de 9/10 de Maio que foi acordada a intervenção de apoio financeiro da EU/FMI à economia grega – mas também, no caso dos países do norte da Europa, em especial os países nórdicos, os transtornos causados pelas erupções do vulcão *Eyja* na Islândia ao funcionamento daquelas economias entre meados de Abril e o fim de Maio. A catástrofe natural causou avultados prejuízos às economias nórdicas e do norte da Europa, com especial incidência nos sectores afectados pelas perturbações do tráfego aéreo (e.g. turismo, bens perecíveis, logística), e consubstanciou uma fonte acrescida de volatilidade nos mercados de capitais em geral.

Gráfico 13 – Valor Transaccionado em Acções nas Bolsas de Valores da União Europeia (Quota de Mercado)



Fontes: FESE e Euronext Lisbon.

O valor total negociado em mercado regulamentado de acções de empresas admitidas à cotação nesses mercados totalizou 7.534.900 milhões de euros nas principais 29 estruturas de negociação europeias, tendo crescido 11,2% em 2010.¹¹

Em termos agregados o grupo *Nyse Euronext* continuou a apresentar o maior volume de negociação na Europa. Em 2010 o valor total negociado em acções nas 4 estruturas de negociação da *Euronext* representou 21,9% do total das 29 estruturas europeias, sendo a *Euronext* a empresa líder se se considerar que as estruturas que a integram utilizam todas a mesma plataforma de negociação. Embora o *LSE Group* (*LSE* e *Borsa Italiana*) tenha representado no seu todo 27,7% do valor da negociação europeia, a negociação do grupo divide-se em duas plataformas de negociação. Individualmente consideradas, a plataforma da *LSE* foi a que mais negociou, embora tenha perdido um ponto percentual de quota de mercado (18,7% em 2009 vs 17,7% em 2010). O grupo

¹¹ Fonte: FESE.



CMVM

Nyse Euronext aumentou o volume de negociação em linha com o crescimento do mercado, mantendo assim a sua quota inalterada. Na *Euronext Lisbon* a negociação aumentou 30%, e representou 0,54% do valor total negociado nas estruturas de negociação europeias, face a um valor de 0,46% em 2009.

Os principais mercados - Alemanha, França, Espanha, Itália e Suíça – registaram variações do valor da negociação superiores ao crescimento médio do valor total negociado pelo conjunto dos mercados europeus, reforçando assim a sua posição competitiva. O índice de concentração das 5 maiores bolsas manteve-se estável entre 2009 e 2010, situando-se nos 72,2%.

A negociação de acções admitidas à cotação em mercado regulamentado que se realiza efectivamente nestes mercados tem vindo a perder força com a proliferação de Sistemas de Negociação Multilateral (SNM) facilitada pela entrada em vigor da DMIF. No caso português, apenas 56% da negociação de acções admitidas à cotação em mercado regulamentado pertencentes ao PSI20 era realizada na *Euronext* em 2010. Dada a crescente relevância dos SNM na dinâmica dos mercados de acções a nível europeu e global, este tema é objecto de uma análise mais aprofundada na Caixa 2. A negociação de acções listadas em mercado regulamentado ocorre também por via da chamada internalização sistemática.¹² Existem na Europa 13 internalizadores sistemáticos mas nenhum deles associado à banca portuguesa.

Treze mercados num total de 21 mercados europeus analisados apresentaram aumento da capitalização bolsista. Entre os mercados com variação positiva incluem-se os três principais em termos de capitalização, ou seja, a *London Stock Exchange* (+16,3%), a *Euronext* (+9,2%) e a *Deutsche Borse* (+18,3%) e, mais expressivamente, os mercados dos países nórdicos (crescimento médio de +3,8%).

Quadro 2 – Capitalização Bolsista nos Mercados Accionistas Europeus

¹² Considera-se internalização sistemática «a negociação, por intermediário financeiro, de instrumentos financeiros por conta própria em execução de ordens de clientes fora de mercado regulamentado e de sistema de negociação multilateral, de modo organizado, frequente e sistemático» (número 1 do artigo 201.º do CódVM).



CMVM

Unidade: 10⁶ Euro

Bolsa (País)	Valor em 31-12-2009	Valor em 31-12-2010	Var. (%)
Athens Exchange (Grécia)	78.504,8	50.378,9	-35,8%
BME - Spanish Exchanges (Espanha)	999.874,7	873.329,3	-12,7%
Borsa Italiana (Itália)	457.126,2	425.098,9	-7,0%
Bratislava Stock Exchange (Eslováquia)	3.614,4	3.379,5	-6,5%
Bucharest Stock Exchange (Roménia)	8.402,5	9.776,3	16,4%
Bulgarian Stock Exchange (Bulgária)	6.031,0	5.498,5	-8,8%
CEESEG - Budapeste (Hungria)	20.887,9	20.624,4	-1,3%
CEESEG - Ljubljana (Eslovénia)	8.462,2	6.994,4	-17,3%
CEESEG - Prague (Rep. Checa)	31.265,4	31.922,2	2,1%
CEESEG - Vienna (Austria)	79.511,0	93.944,2	18,2%
Cyprus Stock Exchange (Chipre)	7.157,4	5.094,3	-28,8%
Deutsche Börse (Alemanha)	900.771,7	1.065.712,6	18,3%
EURONEXT (1)	1.999.967,0	2.184.076,0	9,2%
Irish Stock Exchange (Irlanda)	42.719,9	44.998,5	5,3%
London Stock Exchange (Inglaterra)	1.950.048,4	2.268.022,1	16,3%
Luxembourg Stock Exchange (Luxemburgo)	73.218,6	75.381,2	3,0%
Malta Stock Exchange (Malta)	2.844,0	3.125,9	9,9%
NASDAQ OMX (2)	569.604,3	776.821,4	36,4%
Oslo Børs (Noruega)	157.774,2	219.511,9	39,1%
SIX Swiss Exchange (Suíça)	738.706,7	916.706,6	24,1%
Warsaw Stock Exchange (Polónia)	105.157,2	141.918,4	35,0%
TOTAL	8.241.649,2	9.222.315,4	-10,6%

Fonte: FESE, Borsa Italiana, London Stock Exchange

Legenda: (1) Apenas de acções admitidas ao Eurolist; (2) NASDAQ OMX inclui as Bolsas de Valores de Copenhaga (Dinamarca), Estocolmo (Suécia), Helsínquia (Finlândia), Islândia, Riga (Letónia), Tallin (Estónia) e Vilnius (Lituânia).

Os países fustigados por crises de dívida soberana registaram desvalorizações nos seus mercados com excepção da Irlanda. A *Athens Exchange* da Grécia viu reduzida a sua capitalização bolsista em 35,8%, o que não pode ser desligado da elevada desconfiança relativamente a instrumentos financeiros relacionados com a economia grega. Esta economia enfrentou importantes constrangimentos económicos-financeiros, entre os quais se contaram a contracção do PIB de 4,5%¹³ e acrescidas necessidades de financiamento – acabando por ser objecto de auxílio financeiro externo por parte do FMI e da União Europeia em Maio para acudir às respectivas necessidades de financiamento. A perda de valor das empresas cotadas gregas ilustra aliás a interdependência entre o mercado de dívida – fortemente influenciado pelos títulos de dívida pública – e o mercado accionista. A bolsa espanhola, quinta maior bolsa europeia em termos de capitalização, registou uma redução na capitalização bolsista da ordem dos dois dígitos (-12,7%). O caso irlandês difere dos demais. Apesar da crise económico-

¹³ Comissão Europeia.



CMVM

financeira vivida na Irlanda em 2010 – contracção do PIB de 1%¹⁴ – a capitalização bolsista subiu 5,3%. Esta situação é explicada pelo facto de terem ocorrido ofertas públicas de subscrição de empresas admitidas ao mercado no valor de 5.326 milhões de euros. As perdas ocorridas no mercado irlandês ocorreram principalmente nos segundo e terceiro trimestres, tendo sido alcançados desempenhos positivos suficientemente elevados nos primeiro e quarto trimestres do ano para compensar na quase totalidade aquelas perdas. As perdas surgiram temporalmente associadas às dificuldades económico-financeiras de algumas das instituições financeiras mais relevantes do ponto de vista sistémico¹⁵ e a subsequente agudização da crise orçamental, levando a que em Novembro a Irlanda formalizasse o pedido de apoio à União Europeia, ao BCE e ao FMI, por via do já então criado Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FESF).

No seu conjunto, os mercados *Euronext* aumentaram a sua capitalização bolsista em resultado das emissões de capital das empresas cotadas, existentes e admitidas à negociação pela primeira vez em 2010, o que permitiu contrariar a ligeira queda dos preços das acções das maiores empresas transaccionadas na *Euronext* (as acções incluídas no índice *Euronext* 100 caíram 1% no ano).

CAIXA 2 – A CONCORRÊNCIA ENTRE MERCADOS REGULAMENTADOS E SISTEMAS DE NEGOCIAÇÃO MULTILATERAL

A Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) tornou admissíveis formas de negociação alternativas aos mercados regulamentados a nível comunitário. Entre essas formas de negociação, os SNM, já existentes antes da adopção da Directiva, têm contribuído para criar um ambiente concorrencial nos mercados de instrumentos financeiros, em particular no segmento accionista, visto que a negociação de obrigações (quer de dívida pública, quer de dívida privada) era já, mesmo antes da DMIF, efectuada primordialmente fora de mercados regulamentados. No final de 2010 estavam registados 138 SNM ao abrigo da DMIF. De acordo com a *European Securities Market Authority* (ESMA) 24 sistemas de negociação multilateral negociavam em acções no final daquele ano.

O quadro seguinte mostra, para o segmento accionista, a evolução do valor negociado em mercados regulamentados e alguns SNM nos últimos três anos. De acordo com a FESE, os sistemas de negociação multilateral têm vindo a ganhar progressivamente quota de mercado aos mercados regulamentados, de forma mais acentuada no último ano. No final de 2010, quase 19% do total negociado em acções (não considerando os negócios efectuados em mercado de balcão) foi concretizado através de SNM. O *Chi-X Europe* surge como

¹⁴ Comissão Europeia.

¹⁵ *Bank of Ireland, Allied Irish Banks e Anglo-Irish Bank*, bem como a empresa de construção *Irish Nationwide*.



CMVM

dominante no seio destas plataformas de negociação, ao representar em 2010 cerca de dois terços do valor negociado em acções por SNM. Ademais, quando enquadrado no contexto dos mercados regulamentados, o *Chi-X Europe* foi no último ano a quarta plataforma com maior valor negociado em acções, logo a seguir à praça de Londres, aos mercados que integram a *Nyse Euronext* e à praça alemã. No conjunto das 10 plataformas com maior valor negociado em acções naquele ano encontram-se outros dois sistemas de negociação multilateral, respectivamente o *BATS Europe* (7.º) e o *Turquoise* (9.º).

A dinâmica crescente dos SNM tem como contraponto uma queda da quota de negociação dos mercados regulamentados. Em 2008 essa quota situava-se nos 88,4% e caiu para 81,1% em 2010, acompanhada por uma diminuição do valor negociado entre esses dois anos. Os mercados regulamentados que parecem ter sido objecto de maior concorrência pelos SNM foram os do Reino Unido e da Alemanha, que perderam 7,3 p.p. e 4,8 p.p., respectivamente, de quota de mercado entre aqueles dois anos.

Evolução do valor negociado em acções em mercados regulamentados e SNM

Unidade: 10⁶ €

Mercados Regulamentados	2008		2009		2010		Var Quota 2008/2009 (p.p.)	Var Quota 2009/2010 (p.p.)
	Valor	Quota (%)	Valor	Quota (%)	Valor	Quota (%)		
Athens Exchange	77.982,1	0,4	50.701,3	0,5	34.753,9	0,3	0,1	-0,2
BME (Spanish Exchanges)	1.654.558,2	9,3	1.149.144,9	11,1	1.250.426,6	9,4	1,8	-1,7
Boerse Stuttgart	9.900,0	0,1	8.208,1	0,1	10.401,3	0,1	0,0	0,0
Bratislava Stock Exchange	15,5	0,0	122,0	0,0	230,4	0,0	0,0	0,0
Bucharest Stock Exchange	1.050,6	0,0	640,5	0,0	703,8	0,0	0,0	0,0
Bulgarian Stock Exchange	1.320,4	0,0	672,4	0,0	397,1	0,0	0,0	0,0
CEESEG - Budapest	20.966,9	0,1	18.726,3	0,2	20.006,8	0,2	0,1	0,0
CEESEG - Ljubljana	2.489,2	0,0	1.090,4	0,0	458,3	0,0	0,0	0,0
CEESEG - Prague	34.178,5	0,2	17.564,7	0,2	15.390,7	0,1	0,0	-0,1
CEESEG - Vienna	71.850,6	0,4	36.448,9	0,4	36.814,7	0,3	-0,1	-0,1
Cyprus Stock Exchange	1.500,9	0,0	1.287,9	0,0	838,2	0,0	0,0	0,0
Deutsche Börse	3.207.213,0	17,9	1.658.670,6	16,0	1.744.108,1	13,1	-2,0	-2,9
Irish Stock Exchange	56.157,7	0,3	26.535,3	0,3	22.764,9	0,2	-0,1	-0,1
Istanbul Stock Exchange	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	313.885,0	2,4	-	-
London Stock Exchange Group	5.335.688,0	29,8	3.239.900,0	31,2	2.989.550,0	22,5	1,4	-8,7
Luxembourg Stock Exchange	1.311,2	0,0	213,8	0,0	163,0	0,0	0,0	0,0
Malta Stock Exchange	48,9	0,0	25,5	0,0	36,3	0,0	0,0	0,0
NASDAQ OMX Nordic	918.111,0	5,1	559.832,4	5,4	628.619,2	4,7	0,3	-0,7
NYSE Euronext	3.027.564,0	16,9	1.382.950,2	13,3	2.779.042,0	20,9	-3,6	7,6
Oslo Børs	307.847,7	1,7	175.819,1	1,7	217.373,5	1,6	0,0	-0,1
SIX Swiss Exchange	1.024.036,2	5,7	574.592,1	5,5	655.068,6	4,9	-0,2	-0,6
Warsaw Stock Exchange	47.853,5	0,3	86.240,6	0,8	59.693,0	0,4	0,6	-0,4
Total (1)	15.801.644,1	88,4	8.989.387,0	86,6	10.780.725,4	81,1	-1,8	-5,5
Sistemas de Negociação Multilateral								
BATS Europe	191.078,1	1,1	187.855,7	1,8	503.929,7	3,8	0,7	2,0
Burgundy	4.533,3	0,0	7.143,1	0,1	27.397,9	0,2	0,0	0,1
Chi-X Europe	1.516.692,5	8,5	882.139,6	8,5	1.617.167,9	12,2	0,0	3,7
NASDAQ OMX Europe	37.631,5	0,2	37.181,2	0,4	0,0	0,0	0,1	-0,4
NYSE Arca Europe	1.292,5	0,0	1.292,5	0,0	21.066,9	0,2	0,0	0,1
Turquoise	330.457,2	1,8	274.002,8	2,6	306.903,7	2,3	0,8	-0,3
NEURO Dark	0,0	0,0	1.336,0	0,0	2.218,8	0,0	0,0	0,0
Posit	0,0	0,0	0,0	0,0	11.522,6	0,1	0,0	0,1
SmartPool	0,0	0,0	0,0	0,0	20.262,5	0,2	0,0	0,2
Total (2)	2.081.685,0	11,6	1.390.950,8	13,4	2.510.470,1	18,9	1,8	5,5
Total (1) + (2)	17.883.329,1	100,0	10.380.337,8	100,0	13.291.195,5	100,0	0,0	0,0

Fonte: FESE.



CMVM

O dinamismo dos sistemas de negociação multilateral foi também notório na evolução dos valores negociados. Com efeito, não só em 2009 a intensidade da queda do valor negociado nos SNM (-33,2%) foi menor do que a verificada nos mercados regulamentados (-43,1%), como também em 2010, ano em que se assistiu a alguma recuperação da liquidez, os SNM revelaram um crescimento do valor negociado em acções (+80,5%) mais exuberante do que o dos mercados regulamentados (+19,9%). Esta tendência tem vindo a acentuar-se já em 2011, contribuindo para uma maior fragmentação da negociação e para uma maior dispersão na formação de preços, não sendo de excluir que, a breve trecho e para algumas acções, os preços efectuados em sistemas de negociação multilateral sejam os mais representativos na acepção da DMIF dada a maior liquidez subjacente. O processo de revisão desta Directiva (que se encontra em curso) não pode ser desligado desta realidade, nem do surgimento de formas organizadas de negociação não adequadamente enquadradas e reguladas pela DMIF (e.g. *cross networks*, incluindo *dark pools of liquidity*).

Os *cross networks* são sistemas electrónicos de negociação privados, normalmente geridos por bancos e/ou empresas de investimento de grande dimensão, podendo sê-lo também pelas próprias entidades gestoras de mercados regulamentados, onde os clientes dessas instituições¹⁶ podem comprar e vender acções. Uma vez que o encontro entre as ordens de compra e de venda é efectuado inteiramente sob o controlo da entidade que gere a plataforma (apesar de nada obstar a que as ordens sejam veiculadas para um mercado regulamentado quando existir indisponibilidade para cruzar a ordem internamente, ou quando o preço for mais favorável, ou ainda quando o cliente tiver manifestado preferência pela concretização da sua ordem num mercado regulamentado), o *bid*, o *ask* e o preço dos negócios não são objecto de divulgação. A opacidade destas formas de negociação varia entre regimes de semi-transparência (e.g. *Liquidnet* e *Posit*) onde se divulga alguma informação, ainda que limitada, e regimes completamente ‘obscuros’ (*dark pools*) em que nenhuma informação é divulgada. O regime de opacidade completa é o mais frequente. Nestes casos, os preços gerados nesta *pool* de liquidez não são sinalizados perante o mercado, criando assim assimetrias informativas entre os participantes na *pool* e os demais agentes de mercado. A importância da negociação em *dark pools* tem vindo a crescer; em 2009 representava apenas 1,3% do valor negociado em SNM, enquanto em 2010 ascendia já a cerca de 5%.

A relevância dos SNM é também notória quando se analisa a negociação das acções que integram os principais índices europeus. O quadro seguinte apresenta, para 2010, informação sobre a quota de negociação em acções relativas a esses índices nas diversas plataformas, aqui se incluindo o *Markit BOAT*. O *Markit BOAT* é uma plataforma de reporte de transacções que permite aos SNM e às empresas de investimento cumprirem

¹⁶ Esta possibilidade é extensível a outros clientes.



CMVM

determinadas regras de transparência, sendo porém, essencialmente, uma plataforma de registo de operações efectuadas fora de mercado (ou OTC).¹⁷

A informação apresentada permite constatar que uma parte significativa da negociação foi efectuada fora dos mercados regulamentados. Em termos médios, verificou-se uma quase equivalência entre o valor negociado em mercados regulamentados e conjuntamente em sistemas de negociação multilateral e a parte de OTC cujo reporte é efectuado à *Markit*.¹⁸ Saliente-se, porém, que a *Markit BOAT* é apenas um sistema de reporte de transacções OTC existente no mercado e que nem todos os negócios OTC foram registados neste sistema. Assim, é de admitir que o peso dos negócios concretizados em mercado de balcão seja superior ao reportado na tabela e, consequentemente, que a relevância dos mercados regulamentados seja ainda menor.

Em alguns índices a negociação efectuada em mercado regulamentado foi inferior a metade da negociação total. Foi o caso particular das acções que integram o *Footsie 100* em que apenas 43,2% da negociação é concretizada em mercados regulamentados, sendo que pouco mais de um terço passa pela praça de Londres.¹⁹ Estes valores não surpreendem porquanto em geral os SNM centram a sua negociação em acções mais líquidas. Por outro lado, em cumprimento dos critérios de elegibilidade impostos pela DMIF, os sistemas de negociação multilateral obedecem aos critérios de transparência pré-negociação e pós-negociação na divulgação das ofertas e preços dos negócios. Todavia, não deixa de ser preocupante constatar-se que uma parte significativa da negociação é concretizada fora de mercado mesmo para as acções que compõem índices mais líquidos (e.g. o CAC 40 e o DAX 40) porque nestes casos a transparência pré- e pós-negociação é muito limitada ou mesmo inexistente.

¹⁷ O *Markit BOAT* é actualmente a maior plataforma europeia para o reporte de negócios em acções efectuados OTC. Numa base de média diária, o *Markit BOAT* dissemina informação em tempo real na ordem dos 20 mil milhões de euros de negócios registados por SNMs, *dark pools* e empresas de investimento europeias. Contudo, a proporção de negócios OTC que estão incluídos na informação reportada por esta plataforma é desconhecida.

¹⁸ Mesmo excluindo da média o *Eurostoxx600*, cujas acções se encontram incluídas nos restantes índices, esta relação não se altera significativamente (apesar de os mercados regulamentados verem ligeiramente aumentada a sua quota).

¹⁹ Em mais de metade dos índices reportados na tabela, a percentagem do valor negociado no mercado regulamentado mais representativo situou-se abaixo dos 50%.



CMVM

Negociação em mercado regulamentado, em SNM e reporte de transacções OTC - 2010

Índice	Mercado Regulamentado Mais Representativo	Outros Mercados Regulamentados	Total Mercados	Sistema de Negociação Multilateral Mais Representativo	Outros Sistemas de Negociação Multilateral	Total SNM	Markit BOAT (OTC)
AEX 25 (Holanda)	44,0%	9,5%	53,5%	12,1%	6,8%	18,9%	27,6%
Athens General Index (Grécia)	65,3%	2,7%	68,0%	0,3%	0,4%	0,7%	31,3%
ATX (Irlanda)	44,0%	20,3%	64,3%	3,4%	2,4%	5,8%	30,0%
BEL20 (Bélgica)	45,7%	8,7%	54,4%	10,0%	4,9%	14,9%	30,8%
CAC40 (França)	45,8%	9,1%	54,9%	10,1%	6,4%	16,5%	28,5%
DAX 40 (Alemanha)	37,6%	16,8%	54,4%	9,4%	7,1%	16,5%	29,1%
EuroSTOXX 600	17,3%	35,4%	52,7%	9,6%	11,1%	20,7%	26,6%
FTSE 100 (Reino Unido)	38,1%	5,1%	43,2%	14,5%	11,5%	26,0%	30,8%
FTSE MIB (Itália)	60,0%	9,9%	70,0%	7,0%	6,3%	13,2%	16,8%
IBEX 35 (Espanha)	53,4%	18,4%	71,8%	1,4%	2,4%	3,8%	24,4%
ISEQ (Irlanda)	33,9%	36,4%	70,2%	0,5%	2,8%	3,4%	26,4%
OBX Oslo 25 (Noruega)	69,2%	6,1%	75,3%	3,2%	3,6%	6,8%	17,8%
OMX Copenhagen (Dinamarca)	63,2%	2,7%	65,8%	7,6%	6,5%	14,0%	20,2%
OMX Helsinki (Finlândia)	47,9%	13,3%	61,2%	9,9%	8,3%	18,2%	20,6%
PSI 20 (Portugal)	52,4%	7,0%	59,4%	1,9%	2,0%	3,9%	36,7%
Stockholm OMX (Suécia)	43,7%	13,8%	57,6%	12,3%	10,7%	23,0%	19,5%
Swiss Market (Suíça)	51,0%	3,5%	54,5%	12,0%	10,2%	22,2%	23,3%
Total	31,6%	22,9%	54,5%	9,7%	9,2%	18,9%	26,6%

Fonte: Thomson Reuters. (cálculos CMVM).

No que se refere aos sistemas de negociação multilateral, o *Chi-X Europe* foi o mais representativo na negociação de acções em todos os índices, com excepção do grego. Confirmando o já mencionado anteriormente, em 11 dos 17 índices apresentados, o valor negociado no *Chi-X Europe* supera o dos demais SNM considerados como um todo. A quota dos SNM é substancialmente mais elevada nas acções que compõem os índices mais líquidos e atinge os 26,0% no caso do *Footsie 100*. Ao invés, nos países do sul da Europa e na Irlanda, em que os mercados têm sido afectados pela crise da dívida soberana e por uma significativa redução de liquidez, a atractividade das respectivas acções parece ser menor. Mesmo excluindo a situação excepcional do mercado grego, em virtude da gravidade da crise económico-financeira e do auxílio externo de que o país foi alvo em 2010, o valor negociado em SNM das acções integrantes dos índices mais representativos dos mercados português, espanhol e irlandês não atingiu os 4%. Os SNM que mais negociaram em acções do PSI20 em 2010 foram o *Chi-X Europe* (com mais de metade do negócio efectuado em SNM), o *BATS Europe* e o *Turquoise*.

O índice PSI20 merece um especial destaque pelo facto de se tratar daquele, entre os índices analisados, cujo peso da negociação fora de mercado assume maior relevância (36,7%), situando-se muito acima da média europeia. A relevância da negociação OTC em acções incluídas no principal índice accionista português merece uma profunda reflexão visando encontrar as razões subjacentes à concretização de uma parcela tão significativa do valor negociado de forma bilateral. Esta situação levanta também desafios acrescidos para a supervisão no âmbito do abuso de mercado e pode colocar em causa a representatividade dos preços formados em mercado regulamentado e a sua utilização, designadamente por investidores institucionais (e.g. gestores de activos) para efectuarem o *mark-to-market* das suas carteiras.



CMVM

Em suma, o abandono da regra da concentração das ordens proporcionado pela DMIF, em particular a criação dos SNM²⁰, procurou criar condições para o aumento da concorrência nas formas de negociação organizadas em acções, e esse objectivo parece estar a ser alcançado. Porém, se por um lado este ambiente concorrencial terá produzido efeitos positivos ao nível da redução dos custos de transacção e da criação de um maior leque de opções para os investidores concretizarem os seus negócios, por outro lado, veio também introduzir uma não despendiça fragmentação da liquidez. A fragmentação da liquidez pode ter efeitos menos positivos nos *spreads bid-ask* em função da menor profundidade dos livros de ordens. Pode também conduzir a uma significativa dispersão dos preços e a uma menor percepção global da formação desses preços, o que provoca dificuldades acrescidas na definição do preço mais representativo de uma determinada acção. Estas situações levantam novos desafios aos reguladores em matéria de supervisão dos mercados accionistas.

Embora os dados disponibilizados publicamente pela FESE sobre as emissões de capital nas bolsas europeias não incluam alguns mercados importantes (como a LSE, a *Deutsche Borse*, a *Borsa Italiana* e o OMX), é ainda assim possível analisar a evolução de alguns mercados nesta sede. Em termos agregados a *Euronext* registou uma diminuição do valor das novas emissões de acções (de empresas já listadas e de empresas que foram ao mercado pela primeira vez) de 60,1%, ou seja, passou de 1.919,8 milhões de euros para 765,7 milhões de euros, correspondendo o valor de 2010 exclusivamente a ofertas públicas iniciais.

A maioria dos mercados analisados registou uma diminuição do volume de emissões, ou mesmo a ausência de emissões. Ainda assim, no cômputo global, dos 18 mercados para os quais há dados disponíveis e temporalmente comparáveis, o valor das emissões de acções (OPV e OPI) foi de 51.465,7 milhões de euros, menos 70,0% que no ano anterior, sendo o aumento explicado fundamentalmente pelas emissões da BME (bolsas espanholas) e dos Estados-membros mais recentes da EU.

No que respeita a ofertas públicas iniciais, estas apenas se realizaram em 9 mercados e totalizaram 19.388,7 milhões de euros contra 13.826,8 milhões de euros no ano anterior (+40,9%). A contribuição mais importante para este valor proveio da praça espanhola que representou 71,0% do valor das ofertas iniciais. Os mercados da Polónia e da Hungria tiveram contribuições importantes para aquele valor de ofertas públicas iniciais, o que pode explicar-se pelos processos de reestruturação empresarial e de privatização que normalmente têm lugar nas economias em fase de transição para modelos de economia de mercado, em virtude do processo de integração económica na UE (“*catching up economies*”).

²⁰ Não se tratou aqui directamente a matéria da internalização sistemática. Admite-se que a sua importância seja menor e que muita desta actividade tem evoluído para formas mais sofisticadas que assumem outra natureza (e.g. *dark pools* e *cross networks*).



CMVM

Quadro 3 – Ofertas Públicas de Venda e Ofertas Públicas Iniciais

Unidade: 10⁶ Euro

Bolsa (País)	2009			2010			Var. (2009-10)
	OPV	OPI	Total	OPV	OPI	Total	
Athens Exchange (Grécia)	4.689,0	12,0	4.701,0	3.880,0	1,0	3.881,0	-17%
BME - Spanish Exchanges (Espanha)	14.294,0	1.372,0	15.666,0	14.164,0	13.780,0	27.944,0	78%
Borsa Italiana (Itália)	18.562,0	160,0	18.722,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Bratislava Stock Exchange (Eslováquia)	552,0	3,0	555,0	26,0	7,0	33,0	-94%
Bucharest Stock Exchange (Roménia)	454,0	0,0	454,0	113,0	0,0	113,0	-75%
Bulgarian Stock Exchange (Bulgária)	83,0	0,0	83,0	90,0	0,0	90,0	8%
CEE Stock Exchange Group (CEESEG)	2.543,0	40,0	2.583,0	791,0	264,0	1.055,0	-59%
CEESEG - Budapeste (Hungria)	7,0	40,0	47,0	36,0	245,0	281,0	498%
CEESEG - Ljubljana (Eslovénia)	4,0	0,0	4,0	1,0	0,0	1,0	-75%
CEESEG - Prague (Rep. Checa)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CEESEG - Vienna (Austria)	2.532,0	0,0	2.532,0	754,0	19,0	773,0	-69%
Cyprus Stock Exchange (Chipre)	19,0	0,0	19,0	346,0	0,0	346,0	1721%
Deutsche Börse (Alemanha)	n.d.	n.d.	n.d.	0,0	636,0	636,0	n.d.
EURONEXT ⁽¹⁾	0,0	1.919,8	1.919,8	250,0	515,7	765,7	-60%
Euronext Amsterdam (Holanda)	0,0	1.016,0	1.016,0	0,0	0,0	0,0	-100%
Euronext Brussels (Bruxelas)	0,0	97,8	97,8	0,0	0,0	0,0	-100%
Euronext Lisbon (Portugal)	0,0	0,0	0,0	250,0	0,0	250,0	100%
Euronext Paris (França)	0,0	806,0	806,0	0,0	515,7	515,7	-36%
Irish Stock Exchange (Irlanda)	2.098,0	83,0	2.181,0	5.326,0	0,0	5.326,0	144%
London Stock Exchange (Reino Unido)	90.976,0	2.541,0	93.517,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Luxembourg Stock Exchange (Luxemburgo)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0%
Malta Stock Exchange (Malta)	1.159,0	17,0	1.176,0	1,0	30,0	31,0	-97%
NASDAQ OMX ⁽²⁾	11.101,0	37,0	11.138,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Oslo Børs (Noruega)	6.217,0	93,0	6.310,0	1.408,0	371,0	1.779,0	-72%
SIX Swiss Exchange (Suíça)	0,0	5.923,0	5.923,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Warsaw Stock Exchange (Polónia)	4.437,0	1.626,0	6.063,0	5.682,0	3.784,0	9.466,0	56%

Fontes: FESE, WFSE e CMVM.

Legenda: (1) Apenas de acções admitidas ao *Eurolist*; (2) OMX inclui as Bolsas de Valores de Copenhaga, Estocolmo, Helsínquia, Islândia, Riga, Tallin e Vilnius.

Notas: OPV - Oferta Pública de Venda; OPI - Oferta Pública Inicial. No caso da Euronext Lisbon, cuja fonte é a CMVM, o valor das emissões corresponde ao valor de subscrição (quantidade emitida vezes preço de subscrição) das emissões de aumento de capital concretizadas através de subscrições públicas por sociedades com o capital aberto ao investimento público, bem como as ofertas particulares realizadas por sociedades com o capital aberto ao investimento público subsequentemente comunicadas por estas entidades à CMVM.

Os valores médios do PER dos principais índices europeus tiveram uma evolução diferenciada, de acordo com as circunstâncias específicas de cada mercado. Em países como Portugal, Itália, Alemanha, Áustria, Luxemburgo, Noruega, Finlândia, República Checa, Reino Unido, Roménia, o PER médio anual registou diminuições entre 2009 e 2010. Na Europa a tendência de descida do PER entre o final de 2009 e de 2010 pode ser explicada, no caso da Alemanha e do Reino Unido, pela melhoria dos resultados das empresas cotadas, pois os preços das acções dos índices registaram globalmente variações positivas no mesmo período. O DAX destaca-se dos demais índices pois foi aquele cujo EPS mais cresceu (260%) entre o fim de 2009 e o fim de 2010, apoiado no sector industrial alemão e no forte desempenho do sector exportador desta economia. As empresas do FTSE proporcionaram os mais elevados ganhos por acção ao longo dos 4 trimestres do ano, impulsionados pelos bons resultados da indústria pesada (incluindo o sector mineiro) e pela recuperação do

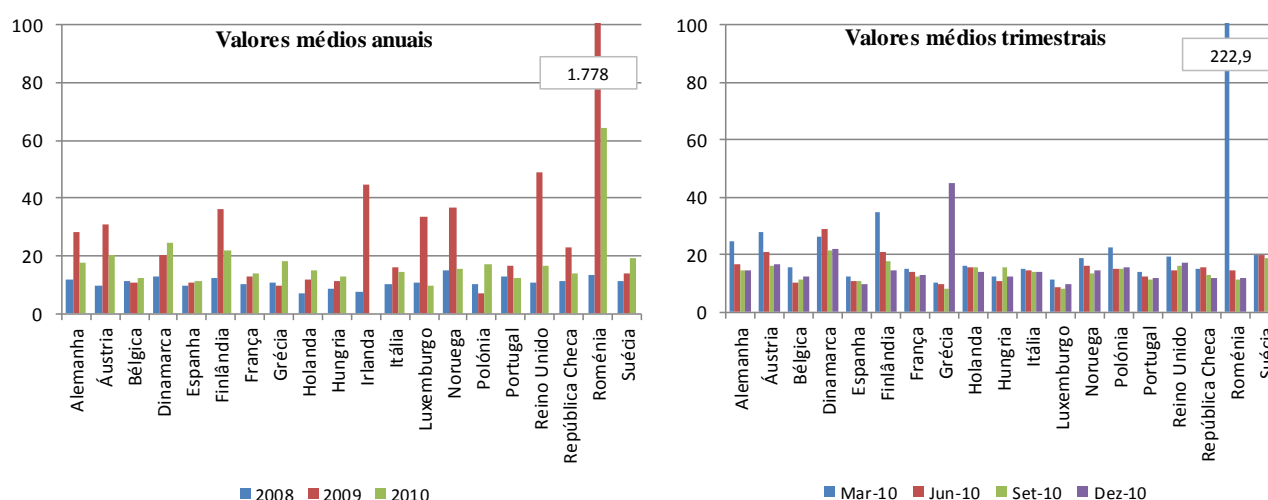


CMVM

sector financeiro bancário após um ano de perdas. Em ambos os casos os programas de estímulo económico (nomeadamente ao sector automóvel) terão contribuído para melhorar os resultados das empresas.

Os índices que apresentaram menores PER foram os dos mercados espanhol (10,9) e português (12,5). Estes dois foram, entre os mercados ocidentais, dos que registaram desvalorizações mais elevadas em 2010, como resultado das dificuldades próprias ou mesmo de um efeito de contágio da crise das dívidas soberanas da Zona Euro. Os EPS dos índices dos países do sul da Europa, embora tenham registado um aumento face ao ano antecedente, não atingiram ainda o valor de 2008. Portugal é excepção: não tendo a economia portuguesa registado uma quebra em 2009 tão acentuada como nos demais países europeus, não se verificou uma queda dos EPS em 2009. Desde o final de 2009 até ao de 2010 os EPS do PSI20 continuaram em trajectória ascendente, embora pouco pronunciada. No caso do PSI20 a diminuição do PER médio diário de 16,5 para 12,5 resultou principalmente do crescimento dos resultados das empresas, apesar da diminuição dos preços das acções que compõem o índice também ter concorrido para aquela diminuição.

Gráfico 14 – PER dos Índices Europeus



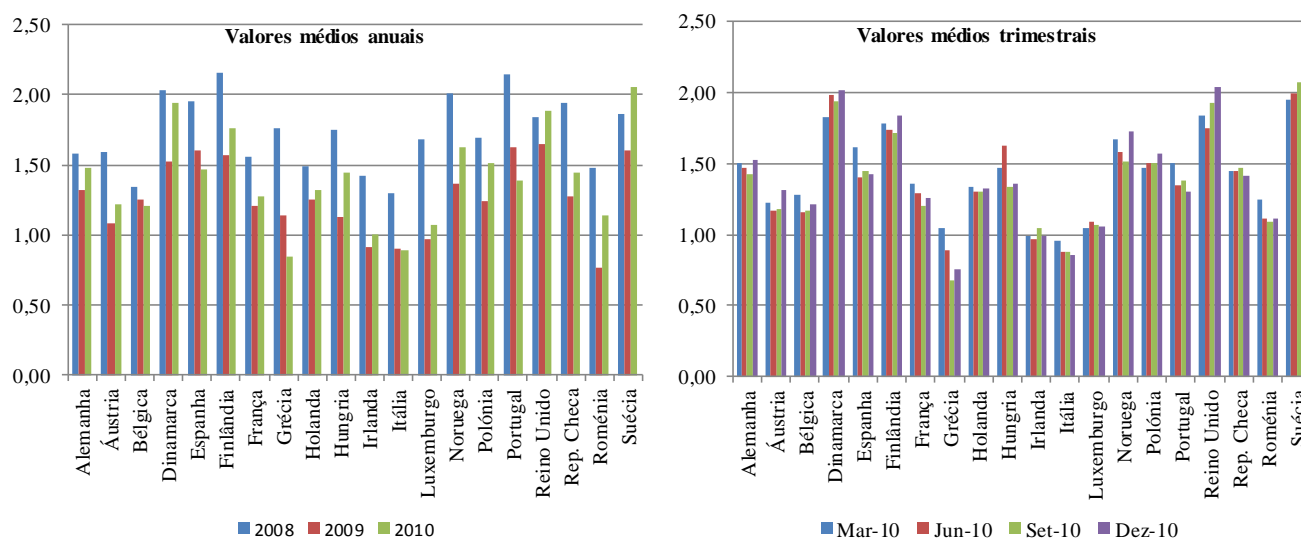
Fonte: Bloomberg (Cálculos CMVM).

Nota: Não existem dados disponíveis para a Irlanda a partir de Setembro de 2009.

O *Price-to-Book Ratio* (PBR) é uma medida da relação entre o valor de mercado de uma empresa admitida à cotação bolsista e a sua situação líquida patrimonial em termos contabilísticos. Um PBR superior à unidade indica que o mercado atribui à empresa uma valorização superior àquela que decorre do apuramento contabilístico dos capitais próprios.

Em 2010 notou-se uma clivagem clara entre os países da Europa afectados pela crise da dívida soberana (Portugal, Espanha, Grécia e, em menor escala a Bélgica e Itália) que registaram uma diminuição do PBR, e os restantes países, que registaram aumentos. Nalguns países verificou-se que os PBR dos principais índices dos mercados accionistas respectivos fixaram-se em valores inferiores à unidade (Grécia, Itália e Irlanda), facto que não poderá ser desligado da degradação das condições de acesso a capital por parte dos emitentes.

Gráfico 15 – Evolução do PBR dos Índices Europeus



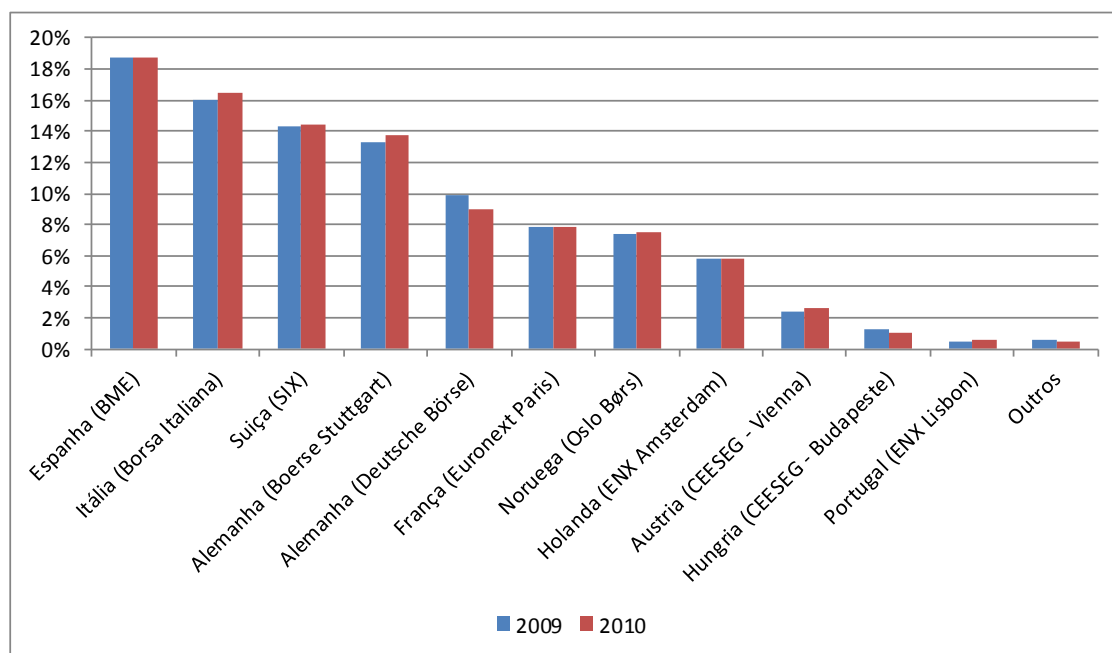
Fonte: Bloomberg (cálculos CMVM).

No mercado de dívida, em 2010 registou-se um ligeiro aumento (+1%) da negociação de títulos de dívida nos mercados regulamentados representados no Gráfico 15, tendo sido a *Euronext Lisbon* a bolsa que mais quota de negociação de dívida conquistou (+17%). Apesar deste aumento de quota, os montantes negociados em dívida na *Euronext Lisbon* são reduzidos, atingindo apenas cerca de 588 milhões de euros em 2010 (400 milhões de euros em 2009). Esta situação deve-se ao facto de o mercado de obrigações de dívida pública ter lugar fundamentalmente no MEDIP e, no que respeita à dívida privada, pela própria natureza do mercado originador de dívida português, com forte predominância do crédito bancário às empresas. As bolsas italiana, de Estugarda, de Oslo, suíça e a *Euronext Paris* também ganharam quota de mercado. Importa notar todavia que a dívida negociada nos mercados regulamentados aqui representados não corresponde à totalidade da dívida transaccionada nos países respectivos. Existem, em particular, plataformas especiais cujo segmento de mercado é a dívida pública (por exemplo a MTS, empresa europeia que opera no mercado de dívida de 12 países da Zona Euro incluindo no MEDIP em Portugal) e existe uma porção significativa de dívida transaccionada fora de mercado cuja supervisão por parte dos reguladores europeus não está ainda consagrada.



CMVM

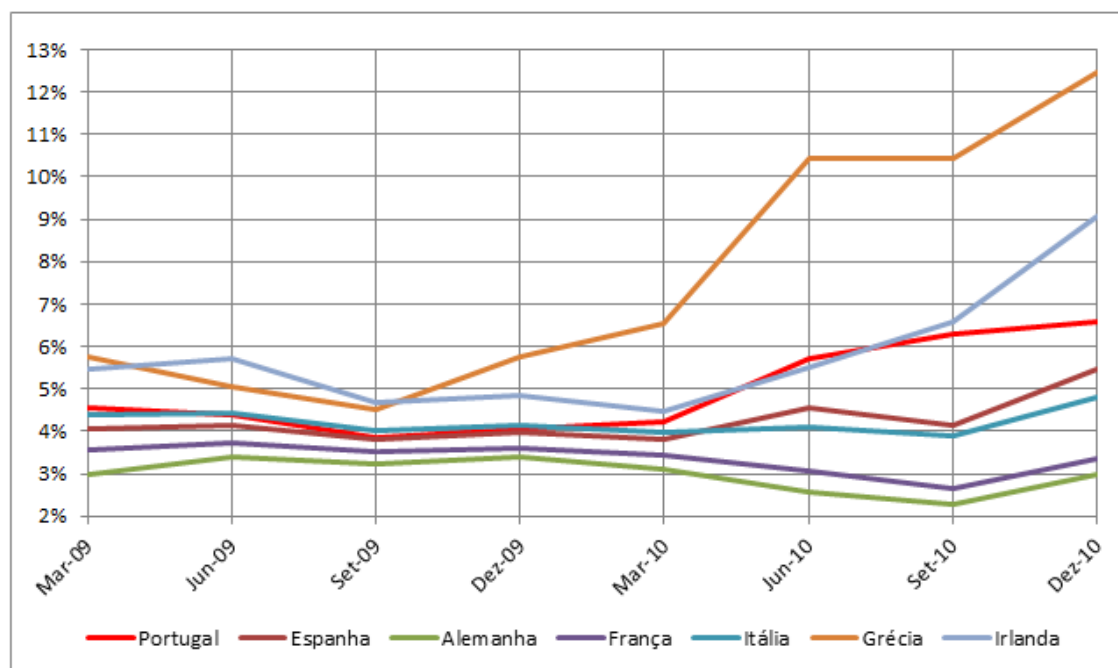
Gráfico 16 – Valor Transaccionado em Obrigações nas Bolsas de Valores da União Europeia (Quota de Mercado)



Fonte: FESE e Euronext Lisbon .

O mercado de dívida, tal como o mercado de acções, registou uma elevada turbulência dadas as pressões sobre a dívida soberana dos países menos competitivos e/ou mais fragilizados a nível de finanças públicas e encarados como tendo um maior risco de crédito associado. A par da fuga dos investidores em direcção a títulos considerados mais seguros, como os títulos de dívida pública alemã, esta situação originou uma clivagem muito marcada nas taxas internas de rentabilidade, ou *yields*, dos principais índices de dívida pública dos países da Zona Euro. Quer a Grécia, quer a Irlanda, Portugal, Itália ou Espanha registaram máximos históricos nos índices de dívida pública a 10 anos desde o início da criação da UEM, tendo os *spreads* da dívida destes países face à dívida alemã (o *benchmark*) alargado consideravelmente em 2010. Foram registados os seguintes máximos diários: Grécia 12,5%, Irlanda 9,35%, Portugal 7%, Espanha 5,5% e Itália 4,8%. O alargamento dos *spreads* intensificou-se nos períodos de maior volatilidade do ano, com maior incidência no segundo trimestre por ocasião da intervenção de ajuda financeira à Grécia e no último trimestre por efeito de contágio da crise da Irlanda.

Gráfico 17 - Taxa Interna de Rentabilidade de Índices Obrigacionistas de Dívida Pública a 10 anos na Europa (Valores em Final de Período)



Fonte: Bloomberg.

Dado que o prémio de risco exigido pelos investidores em dívida pública dos países mais fragilizados económica e financeiramente aumentou significativamente em 2010 – de que são expressão as elevadas taxas internas de rentabilidade da dívida pública –, os custos de financiamento desses países aumentou muito significativamente, tornando nalguns casos as situações financeiras nacionais insustentáveis e, consequentemente, originando a necessidade de ajuda financeira internacional à Grécia e à Irlanda, e, já em 2011, também a Portugal.

A pressão vendedora que se verificou nos mercados de dívida soberana dos países do sul da Zona Euro teve como efeito contrário uma forte pressão compradora no mercado de dívida pública alemã, originando subidas de preços que fizeram cair as taxas internas de rentabilidade destes títulos, reduzindo assim o custo de financiamento da economia alemã entre o final de 2009 e o de 2010.

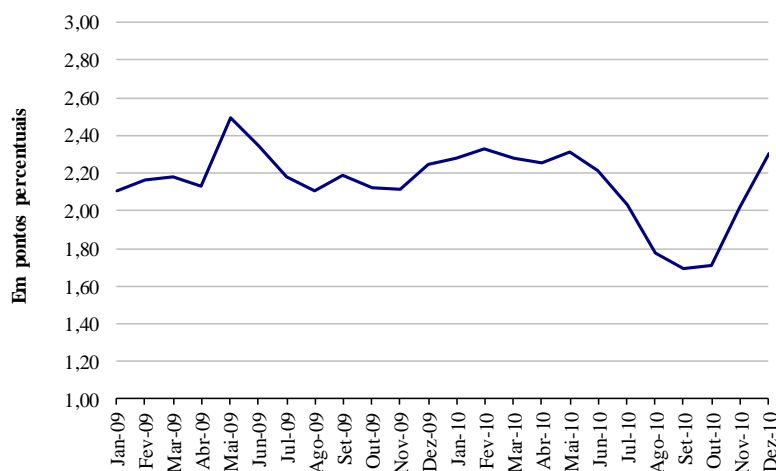
Ao contrário do mercado alemão, os mercados de dívida das economias do sul da Europa (Portugal, Grécia, Espanha e Itália) e dos derivados de crédito (CDS) tiveram uma evolução em regra desfavorável, pois os *spreads* da dívida pública e privada face às taxas de referência (alemãs) aumentaram. Esta evolução reflectiu as maiores dificuldades de financiamento por parte das empresas residentes nestes mercados, quer em termos de custo, quer do próprio acesso aos fundos. Em termos de liquidez, os mercados do sul da Europa (e a Irlanda) funcionaram deficientemente, levando os bancos dos países em causa a operar com recurso sistemático a



CMVM

operações de financiamento junto do BCE, em níveis excepcionalmente elevados, ao abrigo das medidas especiais de estabilização financeira da Zona Euro.

Gráfico 18 - Evolução do Diferencial entre as Taxas Internas de Rendibilidade de Títulos de Dívida Pública a 10 e 2 anos na Zona Euro



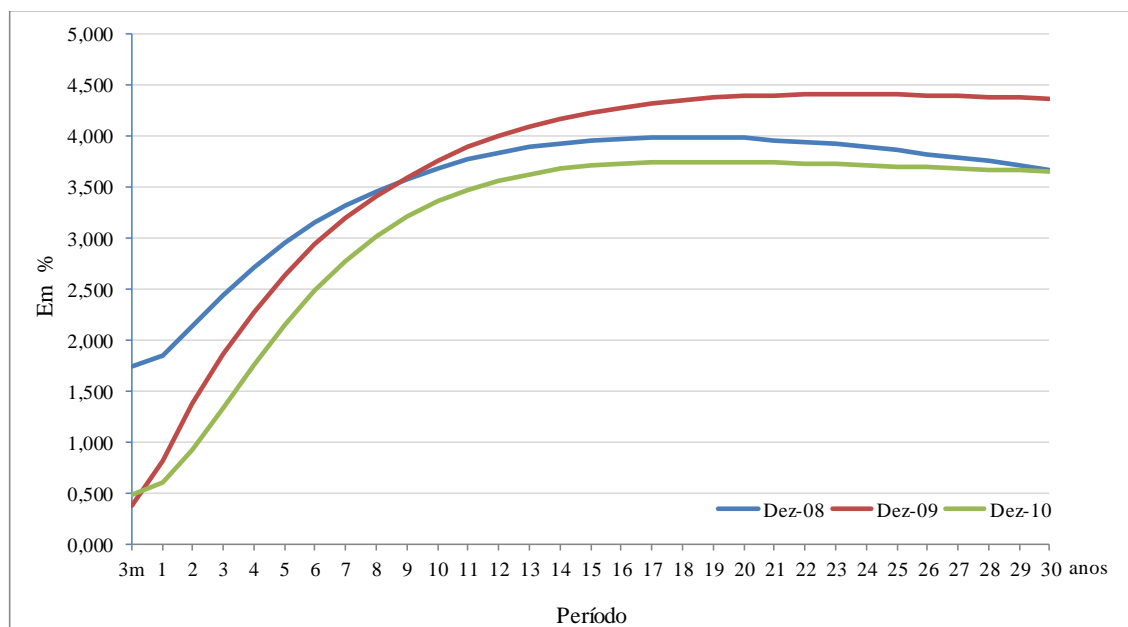
Fonte: BCE

A evolução da estrutura de taxa de juro da Zona Euro consubstanciou-se na descida da curva de rendimento (*yield curve*) sinalizando uma baixa generalizada das taxas de juro em todas as maturidades que compõem a curva. A taxa interna de rentabilidade do índice da Zona Euro a 10 anos (composto por obrigações dos vários Estados da UEM) foi de 3,36% em 31 de Dezembro de 2010, inferior em 398 pontos base ao valor homólogo do ano precedente. A taxa a dois anos cifrou-se em 0,929%, 440 pontos base a menos do que em 2009. Esta situação poderá encontrar explicação na política expansionista prosseguida pelo BCE em 2010, que consistiu na manutenção de taxas de referência em baixos níveis históricos. Esta política expansionista foi permitida por um clima de pós-recessão económica ainda sem tensões inflacionistas manifestas, ao contrário do que se veio a verificar já em 2011. Apenas em Abril de 2011 o BCE aumentou a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez, respectivamente de 1% para 1,25% e de 1,75% para 2%, tendo sido este aumento das taxas directoras o primeiro desde 2008. Dado o elevado peso da dívida soberana alemã no índice, a descida das taxas internas de rentabilidade do índice justificam-se também pelo efeito “*flight-to-safety*” para estes títulos que ocorreu nos mercados em 2010.



CMVM

Gráfico 19 - Estrutura das Taxas de Juro (Curva de Rendimentos) dos Títulos de Dívida Pública na Zona Euro



Fonte: BCE.

1.2. OS MERCADOS DE DERIVADOS

O número de contratos de futuros e opções negociados globalmente em 2010 foi o maior de sempre, cerca de 22,3 mil milhões, e materializou a retoma do crescimento exponencial iniciado em 2004.

Várias razões explicam este significativo crescimento na negociação de contratos de futuros e opções nas principais bolsas de derivados do mundo. Em primeiro lugar, o rápido crescimento verificado nos mercados asiáticos e da América Latina, respectivamente, de 42,8% e de 49,6%. O segundo motivo prende-se com a negociação dos contratos sobre mercadorias. Os contratos que têm como subjacente metais industriais não preciosos, nomeadamente o zinco, o cobre e o aço, voltaram a crescer em 2010, mantendo-se forte a procura dos países emergentes relativamente a estas matérias-primas, nomeadamente da China e da Índia. Apesar do aumento verificado no preço do crude em 2010, os contratos que têm como subjacente energia cresceram cerca de 10,1%, uma percentagem inferior à média global. Também os contratos negociados sobre metais preciosos voltaram a registar um aumento considerável após a redução verificada em 2009 (-3,9%). O terceiro motivo está relacionado com a recuperação do segmento de derivados sobre taxa de juro – o segundo maior segmento no conjunto do mercado global de derivados, após os derivados sobre o mercado accionista – que após a redução verificada em 2009 (-23%) transaccionou um número total de contratos superior ao realizado em 2008. No que respeita a derivados de divisas, o número de contratos que têm como subjacente taxas de câmbio mais do que



CMVM

duplicou (+64,8% em 2009), impulsionado pelo desempenho verificado na negociação de contratos futuros sobre o par cambial USD/Rupia indiana, à semelhança do sucedido em 2009.

A mudança na estrutura da negociação dos mercados de derivados verificada em 2009 manteve-se em 2010, com os mercados asiáticos e da América Latina a aumentarem a suas quotas em detrimento dos mercados norte-americano e europeu. Em termos de distribuição por tipo de contrato de derivados o mercado encontra-se equitativamente repartido entre futuros (50,2%) e opções (49,8%). O número de contratos negociados aumentou em ambos os segmentos, 36,6% e 16,3%, respectivamente para os futuros e para as opções.

Quadro 4 - Volume de Transacções por Categoria de Contratos de Futuros e Opções

Unidade: N.º de contratos			
	Jan-Dez. 2009	Jan-Dez. 2010	Variação 2010/2009
Índices sobre Acções	6.382.027.655	7.413.788.422	16,2%
Acções	5.588.884.611	6.285.494.200	12,5%
Taxas de Juro	2.467.763.942	3.208.813.688	30,0%
Câmbio	992.397.372	2.401.872.381	142,0%
Produtos Agrícolas	927.693.001	1.305.384.722	40,7%
Energia	657.025.702	723.590.380	10,1%
Metais não Preciosos	462.823.715	643.645.225	39,1%
Metais Preciosos	151.512.950	175.002.550	15,5%
Outras	114.475.070	137.655.881	20,2%
Total	17.744.604.018	22.295.247.449	25,6%

Fonte : Futures Industry Association.

Considerando o número total de contratos negociados e a respectiva variação face ao realizado no ano anterior, o quadro seguinte reflecte os cinco contratos de futuros e de opções mais activos²¹ em 2010, agrupados segundo as seguintes categorias de activos subjacentes: acções e índices de acções, taxas de juro, taxas de câmbio, energia, produtos agrícolas e metais.

O *Kospi 200 (Options)* foi de novo o contrato de derivados mais activamente negociado em todo o mundo, mantendo assim a preponderância verificada nos anos anteriores: com um incremento de 20,7% no número de contratos negociados em 2010 (+5,6% em 2009) representou 25,7% (23,1% em 2009) do número de contratos realizado no segmento de acções e índices de acções.

No segmento de taxas de juro a recuperação verificada no mercado norte-americano (+31,4% e +20,0%, respectivamente, nos contratos de futuros e de opções) contribuiu para o crescimento do número de contratos

²¹ Os contratos de futuros e opções apresentados no quadro foram retirados de um universo de 20 maiores contratos por tipo de subjacente.



CMVM

negociados. Os dois contratos mais negociados em 2010 - o “*Eurodollar Futures*” e o “*10-Year Treasury Note Futures*”, ambos admitidos às bolsas do grupo CME (CME, CBOT) – representaram cerca de um quarto do número total de contratos negociados neste segmento. No entanto, quer o número de contratos negociados, quer o número total de contratos passíveis de serem exercidos a cada momento (*open interest*), ainda não regressaram aos níveis de 2007 e 2008.

Influenciada pelos mercados chinês e indiano, a negociação de derivados de *commodities* agrícolas cresceu 40% em número de contratos. Entre os 20 principais contratos referem-se três exemplos cuja contribuição para o desempenho do mercado de futuros foi significativa. O primeiro foi o contrato *White Sugar Futures* que obteve um incremento de 109% na negociação em 2010 e representou 23,4% do número total de contratos deste segmento. Os contratos *Rubber Futures* (+88,%) e *Cotton Nº1 Futures* (+918,9%) representaram, respectivamente, 12,8% e 6,7% do número total de contratos transaccionados nos principais mercados mundiais. Situação semelhante foi a verificada na bolsa de Shanghai (SHFE) para o segmento dos metais, com o *Steel Rebar Futures* e o *Zinc Futures* a representar em conjunto 45,5% do número total de contratos negociados neste segmento. De acordo com a *Futures Industry Association* o sucesso na negociação dos contratos de futuros e opções chinesas e indianas está relacionado com a dimensão dos contratos (número de unidades do subjacente) admitidos àquelas plataformas negociação, comparativamente a outras concorrentes como a *ICE Futures* ou a *LME - London Metal Exchange*.

Outros factores significativos para a melhoria de comportamento registado no mercado de derivados prendem-se com a progressiva automatização dos intermediários financeiros no que respeita à intervenção na negociação e as constantes melhorias verificadas nas plataformas de negociação, ambas as situações resultantes do desenvolvimento tecnológico conseguido ao longo dos últimos anos.



CMVM

Quadro 5 - Volume de Transacções dos Principais Contratos de Futuros e Opções por Tipo de Activo Subjacente

					Unidade: N° de contratos	
Contrato	Bolsa	2009	2010	Variação 2010/2009	Contratos c/ maior e menor variação	
Volume negociado Var 2010/2009						
Acções e Índices de Acções						
<i>Kospi 200 (Options)</i>	KRX	2.920.990.655	3.525.898.562	20,7%	<i>Volatility Index Options (CBOE, 19ª)</i>	
<i>E-Mini S&P 500 Index Futures</i>	CME	556.314.143	555.328.670	-0,2%	62.452.232	87,4%
<i>SPDR S&P 500 ETF Options</i>	*	347.697.659	456.863.881	31,4%		
<i>S&P CNX Nifty Index Options</i>	NSE	321.265.217	529.773.463	64,9%	<i>Dax Options (Eurex, 16ª)</i>	
<i>Euro Stoxx 50 Futures</i>	Eurex	333.407.299	372.229.766	11,6%	75.123.356	-21,7%
Taxas de Juro						
<i>Eurodollar Futures</i>	CME	437.585.193	510.955.113	16,8%	<i>IDI Index Options (BM&F, 12ª)</i>	
<i>10 Year Treasury Note Futures</i>	CBOT	189.852.019	293.718.907	54,7%	88.014.027	119,1%
<i>One Day Inter-Bank Deposit Futures</i>	BM&F	151.958.184	293.065.417	92,9%		
<i>Euribor Futures</i>	Liffe	192.859.090	248.504.960	28,9%	<i>Eurodollar Options on Futures (CME, 11ª)</i>	
<i>Euro-Bund Futures</i>	Eurex	180.755.004	231.484.529	28,1%	106.893.369	-9,1%
Câmbio						
<i>U.S. Dollar/India Rupee Futures</i>	MCX-SX	224.273.548	821.254.927	266,2%	<i>U.S. Dollar / Russian Ruble Futures (RTS, 5ª)</i>	
<i>U.S.Dollar/India Rupee Futures</i>	NSE	226.362.368	705.319.585	211,6%	81.122.195	858,0%
<i>Euro FX Futures</i>	CME	54.393.644	86.232.358	58,5%		
<i>U.S. Dollar Futures</i>	BM&F	66.776.180	82.453.621	23,5%	<i>British Pound/Japanese Yen Futures (TFX, 20ª)</i>	
<i>U.S. Dollar / Russian Ruble Futures</i>	RTS	8.468.200	81.122.195	858,0%	17.108.444	5,2%
Produtos Agrícolas						
<i>White Sugar Futures</i>	ZCE	146.063.344	305.303.131	109,0%	<i>Early Rice Futures (ZCE, 12ª)</i>	
<i>Rubber Futures</i>	SHFE	89.035.959	167.414.912	88,0%	26.854.086	1277,1%
<i>Soy Meal Futures</i>	DCE	155.404.029	125.581.888	-19,2%		
<i>Soy Oil Futures</i>	DCE	94.836.881	91.406.238	-3,6%	<i>Soy Meal Futures (DCE, 3ª)</i>	
<i>Cotton No.1 Futures</i>	DCE	8.534.688	86.955.310	918,8%	125.581.888	-19,2%
Energia						
<i>WTI Crude Oil Futures</i>	Nymex	137.428.494	168.652.141	22,7%	<i>Brent Oil Futures (RTS, 15ª)</i>	
<i>Brent Crude Oil Futures</i>	ICE	74.137.750	100.022.169	34,9%	11.127.254	48,9%
<i>Henry Hub Natural Gas Options</i>	Nymex	47.951.353	64.323.068	34,1%		
<i>WTI Crude Oil Futures</i>	ICE	46.393.671	52.586.415	13,3%	<i>Fuel Oil Futures (SHFE, 16ª)</i>	
<i>Gasoil Futures</i>	ICE	36.038.870	52.296.582	45,1%	10.682.204	-76,7%
Metais						
<i>Steel Rebar Futures</i>	SHFE	161.574.521	225.612.417	39,6%	<i>Zinc Futures (SHFE, 2ª)</i>	
<i>Zinc Futures</i>	SHFE	32.253.386	146.589.373	354,5%	146.589.373	354,5%
<i>SPDR Gold Shares ETF Options</i>	*	34.346.029	54.737.222	59,4%		
<i>Copper Futures</i>	SHFE	81.217.436	50.788.568	-37,5%	<i>Copper Futures (SHFE, 4ª)</i>	
<i>High Grade Primary Aluminium Futures</i>	LME	46.988.069	46.537.180	-1,0%	50.788.568	-37,5%

Fonte: Futures Industry Association.

Nota: * Transaccionado em várias bolsas nos E.U.A.

O aumento progressivo da quota da região Ásia-Pacífico no mercado global de derivados justifica-se pelo crescimento da negociação que se tem verificado nas estruturas chinesas e indianas. Os factores que mais têm contribuído para a posição da região Ásia-Pacífico são: i) o forte volume do contrato *Kospi 200 Options* negociado no mercado coreano; ii) o dinamismo dos contratos de futuros com subjacente USD/Rupia Indiana admitidos à MCX-SX e NSE Índia; e iii) o incremento na negociação dos futuros de açúcar, de borracha e de algodão, bem como a crescente procura de contratos derivados sobre o zinco, o cobre e o aço. Com uma quota



CMVM

de participação de 39,8%, esta região atingiu em 2010 uma presença de mercado superior à da América do Norte. A América Latina também contribuiu para a perda da importância dos mercados norte-americano e europeu, devido ao significativo aumento verificado na negociação da BM&FBovespa (+54,4%), principal estrutura de negociação daquela região.

Quadro 6 - Volume de Transacções de Contratos de Futuros e Opções por Região

Unidade: N° de contratos

Região	Jan-Dez 2009	Quota em 2009	Jan-Dez 2010	Quota em 2010	Variação 2010/2009
Ásia-Pacífico	6.206.896.074	35,0%	8.865.036.759	39,8%	42,8%
América do Norte	6.353.460.256	35,8%	7.169.690.209	32,2%	12,8%
Europa	3.838.022.268	21,6%	4.418.537.986	19,8%	15,1%
América Latina	1.020.820.724	5,8%	1.526.946.057	6,8%	49,6%
Outros*	325.404.696	1,8%	315.036.438	1,4%	-3,2%
Total	17.744.604.018	100,0%	22.295.247.449	100,0%	25,6%

Fonte: *Futures Industry Association*.

Outros* consiste em bolsas da África do Sul, Turquia, Israel e Dubai.

Nota: A localização das bolsas é determinada pelo país de registo.

Ao nível das estruturas de negociação, regista-se uma vez mais o desempenho favorável da *Korea Exchange* com um incremento de 20,8% no número de contratos negociados. A plataforma coreana mantém ainda a principal quota de mercado. O grupo CME recuperou uma posição na hierarquia mundial de bolsas face à *Eurex*, embora o número de contratos negociados em 2010 esteja ainda aquém do número total de contratos registados em 2007 (3,3 mil milhões). Merece destaque o desempenho da *Multi Commodity Exchange of India*, com um incremento de 180,7% no número de contratos negociados e uma quota de mercado que duplicou de um ano para o outro (4,9% em 2010). Embora não estejam representadas no Quadro 7, a *China Financial Futures Exchange* e a *BATS Options Exchange* negociaram no seu primeiro ano de actividade (2010), respectivamente, 45,8 e 25,1 milhões de contratos, o que lhes confere desde a fundação um lugar na hierarquia mundial das 36 maiores estruturas de negociação.



CMVM

Quadro 7 - Ranking das 10 principais Bolsas de Derivados

Unidade: N.º de contratos

Posição	Bolsa de Valores	Jan-Dez 2009	Quota em 2009	Jan-Dez 2010	Quota em 2010	Variação 2010/2009
1	<i>Korea Exchange</i>	3.102.891.777	17,5%	3.748.861.401	16,8%	20,8%
2	<i>CME Group (inclue CBOT e Nymex)</i>	2.589.555.745	14,6%	3.080.492.118	13,8%	19,0%
3	<i>Eurex (Inclue ISE)</i>	2.647.406.849	14,9%	2.642.092.726	11,9%	-0,2%
4	<i>NYSE Euronext (inclue EU e US markets)</i>	1.729.965.293	9,7%	2.154.742.282	9,7%	24,6%
5	<i>National Stock Exchange of India</i>	918.507.122	5,2%	1.615.788.910	7,2%	75,9%
6	<i>BM&F Bovespa</i>	920.375.712	5,2%	1.422.103.993	6,4%	54,5%
7	<i>CBOE (inclue CFE e C2)</i>	1.135.920.178	6,4%	1.123.505.008	5,0%	-1,1%
8	<i>Nasdaq OMX Group (inclue EU e US markets)</i>	814.545.867	4,6%	1.099.437.223	4,9%	35,0%
9	<i>Multi Commodity Exchange of India (inclue MCX-SX)</i>	385.447.281	2,2%	1.081.813.643	4,9%	180,7%
10	<i>Russian Trading System Stock Exchange</i>	474.440.043	2,7%	623.992.363	2,8%	31,5%
	<i>Outras</i>	3.025.548.151	17,1%	3.702.417.782	16,6%	22,4%
	Total	17.744.604.018	100,0%	22.295.247.449	100,0%	25,6%

Fonte: Futures Industry Association.

O quadro seguinte apresenta o volume de contratos realizados nos diferentes mercados de derivados e plataformas de negociação do grupo *Nyse Euronext*, nos quais se inclui a *Nyse Liffe Lisbon*. É nesta última que são negociados os contratos de futuros que apresentam como activo subjacente o índice PSI20 e algumas das principais empresas nacionais. O segmento português registou uma redução de cerca de 6,8% no número de contratos negociados. A *Nyse Amex* foi o membro do grupo com a maior taxa de crescimento, e o segmento britânico do grupo continuou a ser o que mais transacciona.

Quadro 8 - Volume de Transacções de Contratos de Futuros e Opções da NYSE Euronext

Unidade: N.º de contratos

	2009	2010	Variação
<i>NYSE Liffe UK</i>	831.870.551	983.722.796	18,3%
<i>NYSE ARCA Options</i>	421.349.395	488.093.760	15,8%
<i>NYSE AMEX</i>	248.119.861	440.021.234	77,3%
<i>NYSE Liffe Amsterdam</i>	123.791.326	124.373.082	0,5%
<i>NYSE Liffe Paris</i>	99.443.431	112.820.314	13,5%
<i>NYSE Liffe U.S.</i>	4.483.941	4.070.516	-9,2%
<i>NYSE Liffe Brussels</i>	1.343.678	1.421.055	5,8%
<i>NYSE Liffe Lisbon</i>	235.439	219.525	-6,8%
Total	1.730.637.622	2.154.742.282	24,51%

Fontes: NYSE Euronext; Futures Industry Association.

Como se pode depreender da análise anterior, a negociação de contratos de futuros e de opções em bolsa registou um significativo crescimento em 2010, retomando a tendência iniciada em 2004 e que havia sido interrompida no período subsequente à queda da *Lehman Brothers*. Não deve perder-se de vista, porém, que uma quota muito significativa do mercado de derivados global se desenvolve fora de mercado, ou seja, sem

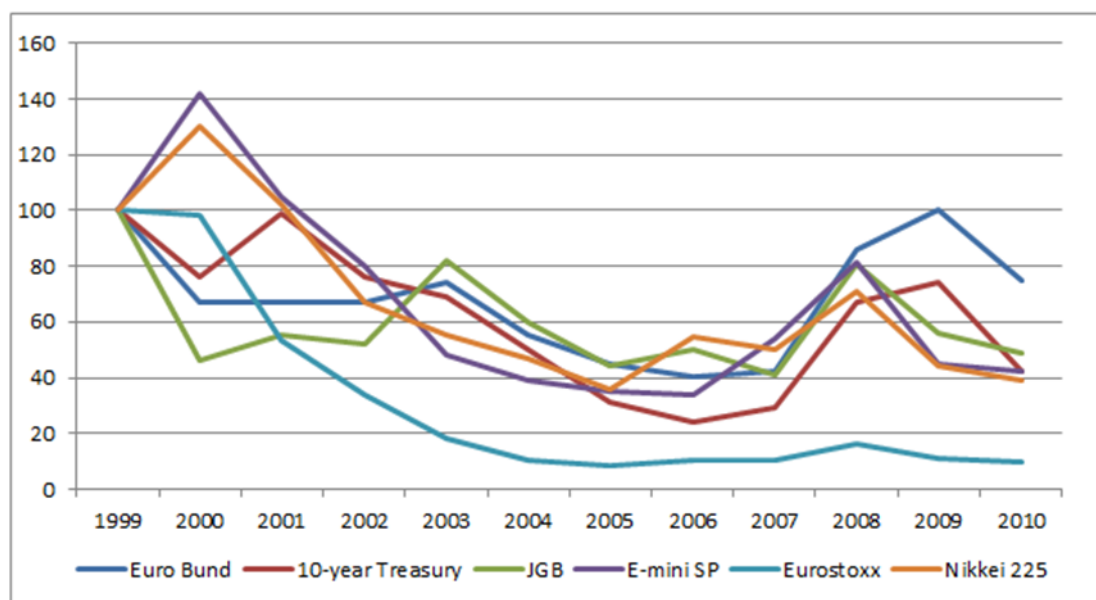


CMVM

intervenção das bolsas no negócio entre as partes. Não existe ainda uma supervisão harmonizada dos mercados de derivados OTC na Europa e não existem dados precisos sobre a actividade que aí é desenvolvida. Estimativas do BIS baseadas nos reportes efectuados por um conjunto importante de bancos a nível mundial apontam para que o montante total expresso em valor nominal dos contratos vivos de derivados – futuros e opções – negociados fora de mercado ascendeu a 582.655 mil milhões de USD em Junho de 2010. Este valor encontrava-se repartido da seguinte forma: 78% em derivados de taxa de juro, 9% em derivados de divisa, 5% em CDS, 1% em derivados de acções/instrumentos associados a acções e 0,5% em derivados de *commodities* (os restantes 7% correspondiam a instrumentos não-específicos). Visto não estarem disponíveis dados de mercado expressos em número de contratos negociados, não é possível estabelecer comparações directas entre a dimensão do mercado bolsista de derivados e a do mercado de derivados OTC.

O comportamento do índice *Bid/Ask* de volatilidade implícita que reflecte o nível de liquidez do mercado de derivados através da monitorização dos contratos de derivados relativos a 6 índices *benchmarks* (*Nikkei225*, *Eurostoxx50*, *E-mini S&P500*, *JGB*, *US 10-Year* e *Bund*) denota estreitamento face ao ano de 2009. Tal facto pode ter sido motivado pela melhoria registada no desempenho da economia global e pela elevada volatilidade dos mercados de capitais neste último ano.

Gráfico 20 - Índice Bid/Ask de Volatilidade Implícita (Base 1999=100)



Fonte: *Futures Industry Association*.



CMVM

CAIXA 3 – O MERCADO DE *COMMODITIES* (E O DO OURO EM PARTICULAR)

Um volume importante de investimento foi canalizado para *commodities* em 2010, em especial para metais preciosos, mas acima de tudo para o ouro. Este movimento, que no caso do ouro foi iniciado ainda nos primeiros anos deste milénio, continua aliás a decorrer em 2011. Tal como outras classes de activos alternativos, as *commodities* registam um nível baixo de correlação ou uma correlação negativa com os preços do mercado accionista e do mercado de dívida.²² Entre as motivações para o investimento em *commodities*, os investidores institucionais referem a protecção contra a inflação oferecida pelas *commodities* e a elevada liquidez do investimento.²³

O valor global dos activos de *commodities* sob gestão no mercado de capitais foi de 310 mil milhões de USD, mais 174% do que o valor equivalente registado em 2008.²⁴ Em 2010 o fluxo líquido positivo de capital para *commodities* terá totalizado 95 mil milhões de USD, valor ligeiramente superior aos 92 mil milhões de dólares de fluxo líquido ocorrido em 2009. O crescimento do valor investido em *commodities* resulta do maior interesse pela classe de activos – aumento da procura de quantidades efectivas – e do aumento da oferta de soluções de investimento em *commodities* actualmente disponíveis no mercado. As soluções de investimento disponíveis incluem os ETF e os *Exchange-Traded Products* (ETP)²⁵, bem como instrumentos financeiros relacionados com índices de *commodities* (fundos que replicam índices ou *medium-term notes* cujo rendimento depende também do desempenho do mercado de *commodities*).

A negociação do ouro e o respectivo preço têm vindo a crescer continuamente ao longo da última década, sendo esta mercadoria vista por muitos investidores como um investimento de refúgio em períodos de elevado risco e volatilidade. O preço do ouro aumentou significativamente no último ano. Todavia, tal como sucede com outras *commodities*, além da procura por parte dos investidores institucionais, a procura originada na economia real tem tido um papel decisivo na subida dos preços das *commodities* em geral e do ouro em particular. Por último, os bancos centrais, que em termos agregados se espera venham a adoptar uma posição compradora líquida de ouro, também contribuíram para o aumento dos preços do ouro.

²² Gorton, Gary B. and Rouwenhorst, K. Geert, *Facts and Fantasies about Commodity Futures* (February 28, 2005). Yale ICF Working Paper No. 04-20. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=56004>.

²³ Black, Keith, *The role of Institutional Investors in Rising Commodity Prices*, *The Journal of Investing*, Fall 2009, Volume 18, Number 3.

²⁴ Estimativa *The CityUK*, com base em dados relativos a emissões de ETF/ETP, instrumentos financeiros cujo subjacente são índices de *commodities* e *medium-term notes*.

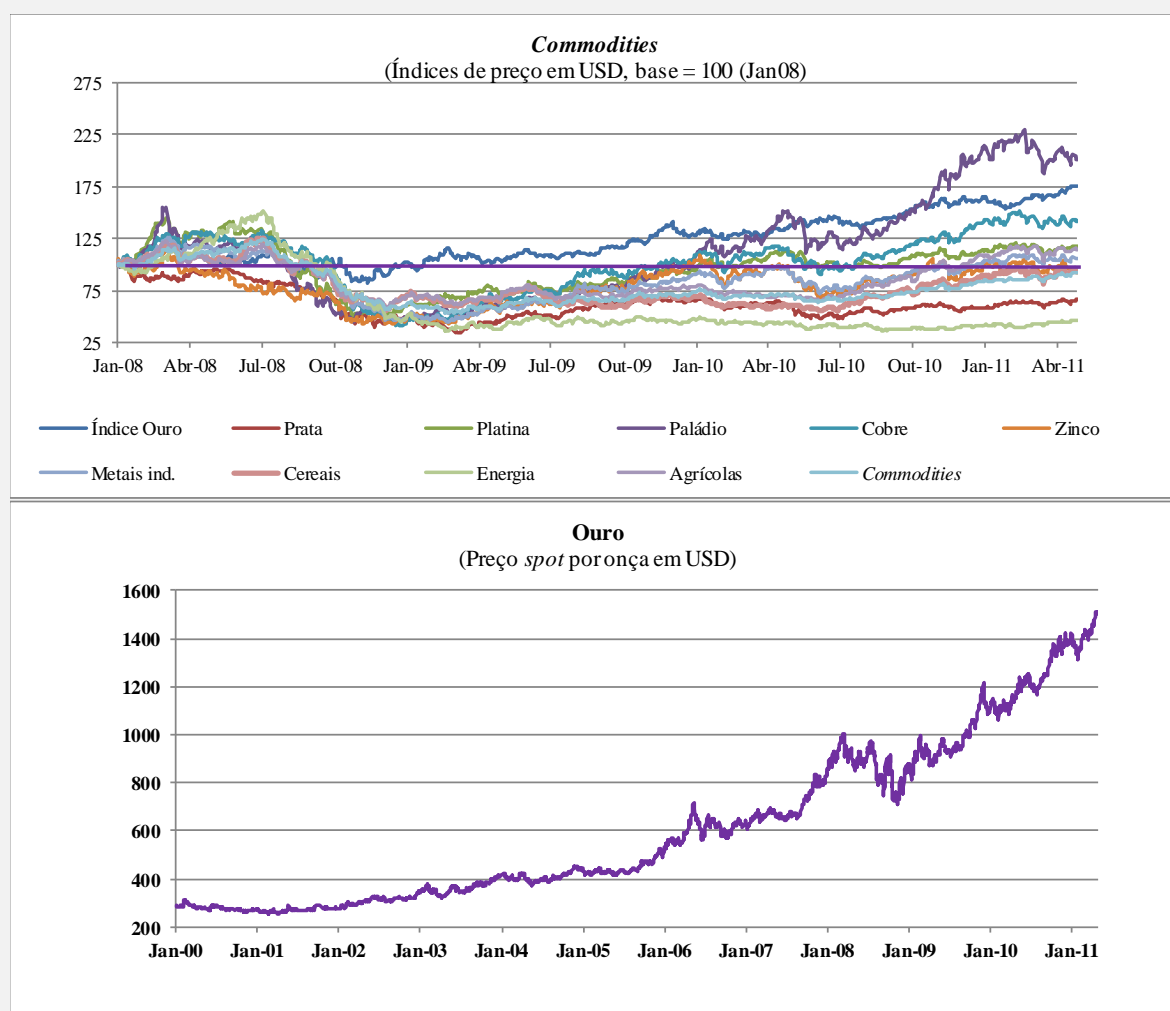
²⁵ ETP (*Exchange-Traded Products*) de *commodities* são instrumentos de investimento em *commodities*, que ao contrário dos ETF, não assumem a moldura jurídica dos fundos de investimento. Os ETP podem revestir a forma de títulos representativos de investimento em *commodities*, de *partnerships* e como tal diferem dos ETF em matéria regulatória e de fiscalidade.



CMVM

Os gráficos seguintes ilustram a evolução dos preços de algumas *commodities* nos anos mais recentes, através de índices de preço individuais ou de índices de preços compostos de *commodities* (índices DJUBS). Após a descida generalizada dos preços em Dezembro de 2008, na sequência da queda do banco *Lehman Brothers*, com excepção das energéticas, a maioria das *commodities* tem vindo a subir de preço desde então. É o caso dos metais, preciosos ou industriais, que registaram variações de preço, entre Dezembro de 2008 e de 2010, muito relevantes: cobre +243%, zinco +133%, paládio +387%, platina +130%, prata +72% e metais industriais +100%.

O aumento do preço do ouro (30%) não é um fenómeno recente, antes segue uma tendência iniciada em 2001. O ritmo de subida continuou em 2011, ano em que se verificaram novos máximos históricos, acima da barreira dos 1.500 dólares a onça.

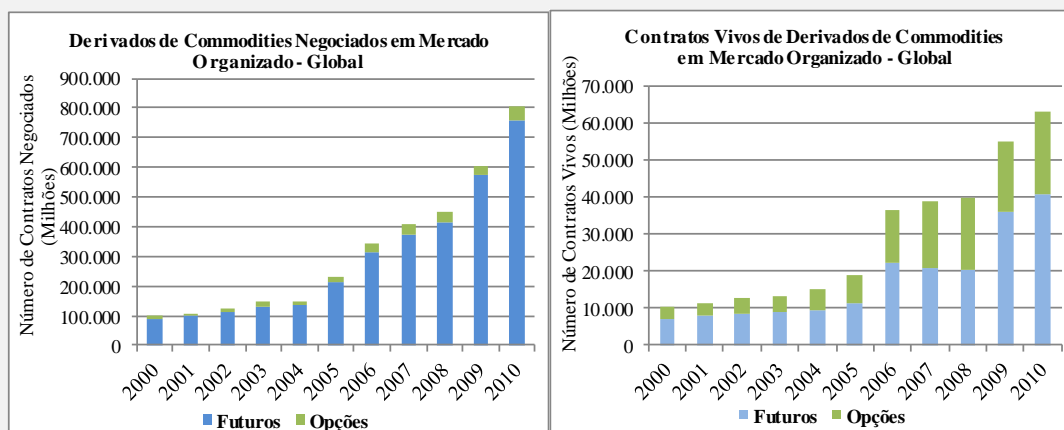


Fonte: Bloomberg



CMVM

Os volumes de derivados de *commodities* e ouro negociados em mercados organizados têm registado uma notória tendência de crescimento, apenas interrompida em 2008. Em 2010 existiam cerca de 62.875 milhões de contratos vivos, mais 15% do que em 2009, tendo sido negociados 804.359 milhões de contratos, mais 33% do que no ano anterior.



Fonte: BIS

Nota: Os dados relativos aos derivados de *commodities* referem-se a contratos de futuros e opções reportados por entidades bancárias.

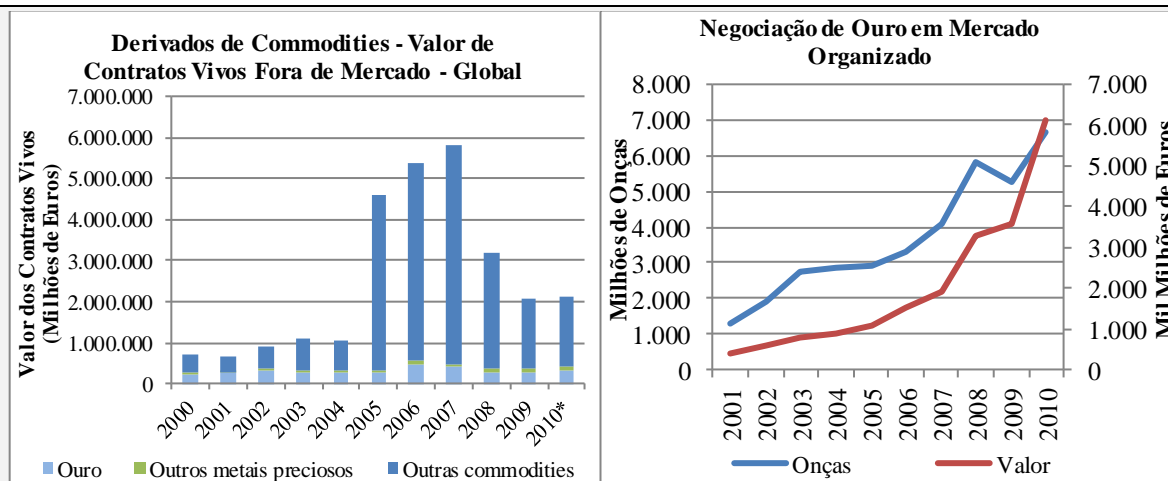
No que respeita à negociação de derivados de *commodities* fora de mercado (*forwards* e *swaps*), embora a tendência de longo-prazo seja igualmente de crescimento, verificou-se um decréscimo do valor dos contratos vivos entre 2007 e 2009 (de 5,8 triliões de euros para 2,05 triliões de euros). Na primeira metade de 2010 assistiu-se a uma ligeira recuperação, cifrando-se o valor dos contratos vivos em 2,13 triliões de euros em 30 de Junho de 2010. Esta evolução parece justificar-se pelo elevado valor das posições em derivados de *commodities* que tinham sido acumuladas até metade de 2008 por parte de investidores institucionais, que se viram obrigados a proceder a um ajustamento de posições no contexto de escassa liquidez e de quebra de confiança que se sucedeu ao colapso da *Lehman Brothers*.

Embora o valor global dos contratos vivos de derivados de *commodities* em mercado OTC tenha registado um decréscimo importante entre 2007 e 2009, o ouro foi transaccionado a um ritmo diferente, tendo o valor nominal dos contratos vivos de derivados relativos ao ouro aumentado significativamente entre 2007 e 2010, em particular entre 2009 (74.748 milhões de euros) e a primeira metade de 2010 (95.296 milhões de euros) (+27%).

Pese embora o facto de os dados publicamente disponíveis relativos aos derivados de *commodities* negociados em mercado organizado e fora de mercado não serem comparáveis (aqueles relativos a futuros e opções disponíveis em quantidade de contratos e estes relativos a *forwards*, *swaps* e opções em valor), o crescimento do número de contratos negociados em mercado organizado poderá em certa medida ter resultado de uma transferência da actividade fora de mercado para mercados organizados.



CMVM



Fontes: BIS, estimativa The CityUK com base em dados TOCOM, COMEX e MCX. *Junho.

O desenvolvimento do mercado de ETP e ETF de *commodities* e de ouro espelha a evolução de preços descrita, bem como a crescente procura destes produtos por parte dos investidores. De acordo com o relatório “*ETF landscape – Industry Review, Year End 2010*” produzido pela empresa *BlackRock*, em termos globais cinco dos dez maiores ETP globais eram relativos a ouro e seis eram relativos a metais preciosos. O maior ETP foi um fundo de ouro de 58,5 mil milhões de USD de activos sob gestão, que foi também o ETP mais transaccionado em 2010. No final de 2010 a afectação conjunta global de ETF e ETP a *commodities* foi de 12%, e a metais preciosos 9%. Na Europa os valores equivalentes foram ainda superiores: 18% e 12%, respectivamente. Esta proporção de activos afectados a *commodities* é elevada tendo em conta que as *commodities* são consideradas uma classe de investimento alternativo.

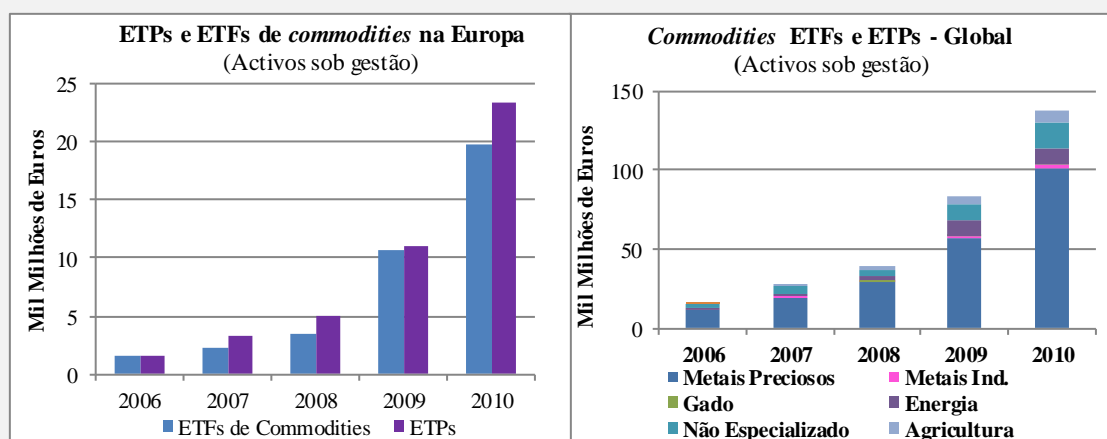
Os gráficos seguintes ilustram o crescimento que se verificou nos ETP e ETF de *commodities* na Europa e a afectação de activos a *commodities* em termos globais, via ETF e ETP em conjunto, medida pelo total de activos sob gestão no final de 2010. Apesar do crescimento generalizado dos veículos de investimento de ETF/ETP em termos mundiais durante a última década²⁶, o crescimento dos ETF/ETP de *commodities* foi mais forte na Europa do que a nível global. Os metais preciosos são a maior fracção da exposição total a *commodities* por via do investimento em ETP e ETF conjuntamente, representando cerca de 76% do total global. O ouro é o maior tipo de exposição individual e corresponde a 83% do total dos metais preciosos.

A exposição ao ouro e a outros metais preciosos pode ser alcançada por intermédio do investimento em ETF e ETP como já referido. Estes veículos podem investir no activo físico propriamente dito (a matéria prima mantida em armazém/depósito) ou em instrumentos financeiros derivados (como futuros, cujo activo subjacente é o bem físico em causa). A exposição pode ainda ser obtida de forma indirecta por via do investimento em acções de empresas cuja actividade se relaciona com a extracção e comercialização do ouro e de metais preciosos (e.g. empresas

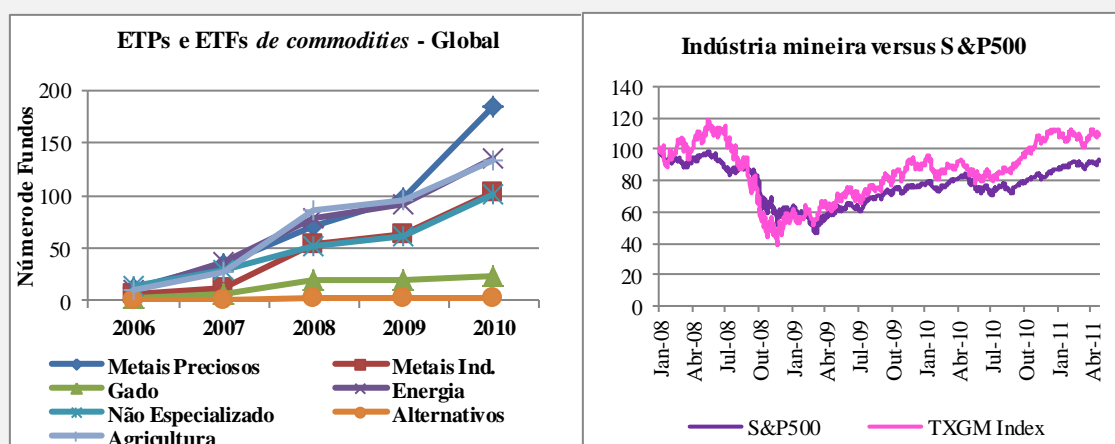
²⁶ Em termos do número de veículos e dos valores investidos (todo o tipo de classes de activos).

CMVM

industriais do sector mineiro). O gráfico seguinte apresenta o desempenho dos índices *TSX Global Mining Index* (um índice composto de empresas do sector mineiro) e S&P500. Apesar da elevada correlação contemporânea entre estes dois índices (0,892) e respectivos retornos diários (0,694), as acções de empresas deste sector tiveram em 2010 um desempenho melhor do que o desempenho médio agregado do mercado de acções da generalidade dos sectores económicos durante o período analisado.



Fontes: BlackRock; Bloomberg.



Fontes: BlackRock; Bloomberg.

Além dos movimentos de preços observados, o investimento em *commodities* parece ter vindo a ganhar importância no espectro geral das classes de investimento alternativo. Alguns tipos de investidores institucionais (designadamente fundos de pensões e fundações) têm afectado os seus activos de modo crescente a investimentos alternativos. Embora a tendência seja válida individualmente para todas as classes de activos geralmente aceites como sendo de “investimento alternativo” (i.e. para *private equity*, fundos de investimento imobiliário e de



CMVM

infra-estrutura²⁷ e *commodities*), o aumento tem sido mais marcado no espaço das *commodities*. É expectável que a afectação de activos a investimento alternativo passe de 14% (em 2009) para 19% do total das exposições no mercado global, em 2012.²⁸ No caso do investimento em *commodities*, idênticas percentagens são de 5% e 7%.

Ainda que os investidores institucionais não sejam os únicos intervenientes no mercado de *commodities* – a procura de *commodities* físicas é fundamentalmente ditada pelos utilizadores finais, i.e. consumidores finais, indústria e produtores de energia - o aumento da procura denota a atenção que os intervenientes no mercado de capitais têm dedicado a esta classe de activos. Com base em dados de 2008 relativos ao mercado dos EUA. É estimado²⁹ que o investimento em *commodities* por parte de investidores institucionais corresponda a 15% da produção/oferta mundial no caso dos metais preciosos ouro e prata, 10,4% no caso dos metais industriais (alumínio, chumbo, cobre, níquel, zinco), 8,1% de *commodities* alimentares e fibras (cacau, café, milho, algodão, soja, açúcar, trigo e gado), e menos de 4% no que respeita a produtos energéticos, incluindo o petróleo e o gás natural.

1.3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

O conjunto dos fundos de investimento europeus teve um aumento dos valores sob gestão (+13,7%). Não obstante o crescimento verificado, os valores sob gestão no final de 2010 eram ainda inferiores em 2,6% aos relativos ao momento em que se iniciou uma pronunciada crise económico-financeira mundial.

Apesar do aumento anual dos valores geridos em alguns países, merecem destaque os casos da Espanha, da Grécia, de Itália e de Portugal, onde o valor gerido por fundos de investimento decaiu em percentagens relevantes entre 2009 e 2010. Nestes quatro países, os valores geridos foram aqueles que registaram o maior decréscimo relativamente a Junho de 2007, sendo o mercado grego a situação mais evidente (-62,8%). Esta realidade não será alheia ao quadro macroeconómico que estes países do sul da Europa viveram (e ainda vivem), o qual se tem pautado por défices orçamentais excessivos e, concomitantemente, por elevadas dificuldades de financiamento do Estado, das empresas e das famílias. Ademais, o desinvestimento no sector dos fundos de investimento poderá também ser explicado pelo desempenho negativo ou menos competitivo dos fundos face a outras alternativas de poupança, conforme se descreverá mais adiante para o caso do mercado português.

²⁷ Os fundos de infra-estrutura têm como política de investimento o investimento em infra-estruturas (e.g. no sector da saúde, das energias renováveis, do desporto, das infra-estruturas rodoviárias e ferroviárias) envolvendo parecerias publico-privadas.

²⁸ *Russell Investments' 2010 Global Survey on Alternative Investing*, by Russell Research, June 2010. Embora diferentes, os resultados apresentados na *Market Pulse: Alternative Assets Survey*, J.P. Morgan Asset Management, July 2010, não diferem destes, particularmente no que respeita à evolução verificada nos anos mais recentes.

²⁹ Estimativa de *Ennis Knupp* citado por *Keith E. Black* no artigo *The role of Institutional Investors in Rising Commodity Prices*, *The Journal of Investing*, Fall 2009, Volume 18, Number 3.



CMVM

De modo inverso, noutros países o sector dos fundos de investimento demonstrou maior vitalidade do que o sector dos fundos europeus no seu conjunto. Entre os mercados mais desenvolvidos merecem destaque os casos da Suíça, da Irlanda (apesar de este país enfrentar um quadro macroeconómico similar ao do países do sul da Europa), do Reino Unido e do Luxemburgo. Nestas quatro jurisdições incluem-se duas – Irlanda e Luxemburgo – cuja indústria deu mostras de resiliência no que respeita aos valores sob gestão, quer face a 2009, quer face ao início da crise económico-financeira, que poderá ser atribuída a um ambiente regulatório e fiscal comparativamente mais favorável do que o existente nos demais países europeus. Já no caso do Reino Unido, o aumento dos valores sob gestão em 2010 ter-se-á devido ao facto de os fundos de acções serem o tipo de fundo predominante do sector e de o mercado local ter registado uma subida de cotações em 2010. Ainda assim, os valores geridos em 2010 pelos fundos do Reino Unido eram inferiores em 11,8% aos que se encontravam sob gestão em Junho de 2007.

O número total de fundos geridos na Europa ascendia em 2010 a mais de 53 mil, sendo que quase metade respeitavam a fundos registados no Luxemburgo e em França. A dimensão média dos fundos geridos na Europa foi de 150,386 milhões de euros, inferior à dimensão média registada em 2009 (175,0 milhões de euros). Essa diminuição ocorreu porque o aumento do número de fundos (+36,5%) foi superior ao aumento verificado nos activos sob gestão (+17,3%).

Quadro 9 – Activos sob Gestão de OIC Harmonizados e Não Harmonizados na Europa

Unidade: 10⁶ Euro

Países	Valores em fim de período					Δ%					N.º Fundos 2010
	30-06-07	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	2º Sem.07	2008/07	2009/08	2010/09	2010/30-06-07	
Áustria	174.342	165.584	127.729	138.603	147.591	-5,0	-22,9	8,5	6,5	-15,3	2.198
Bélgica	129.217	126.536	103.633	96.950	94.030	-2,1	-18,1	-6,4	-3,0	-27,2	1.966
Bulgária	n.d.	436	164	179	229	-	-62,4	9,1	28,1	-	92
República Checa	5.512	6.471	4.495	4.426	4.883	17,4	-30,5	-1,5	10,3	-11,4	116
Eslováquia	3.619	3.969	3.278	3.418	3.763	9,7	-17,4	4,3	10,1	4,0	78
Eslovénia	n.d.	4.148	1.872	2.239	2.251	-	-54,9	19,6	0,6	-	135
Dinamarca	129.369	131.424	97.788	109.612	135.442	1,6	-25,6	12,1	23,6	4,7	831
Finlândia	69.849	66.000	41.338	54.251	61.506	-5,5	-37,4	31,2	13,4	-11,9	489
França	1.637.500	1.508.300	1.293.265	1.421.395	1.401.625	-7,9	-14,3	9,9	-1,4	-14,4	11.711
Alemanha	1.059.892	1.041.869	911.330	1.019.672	1.125.853	-1,7	-12,5	11,9	10,4	6,2	5.979
Grécia	24.514	22.912	10.324	10.279	9.128	-6,5	-54,9	-0,4	-11,2	-62,8	251
Hungria	11.473	12.590	9.473	11.071	13.541	9,7	-24,8	16,9	22,3	18,0	453
Irlanda	813.044	805.989	647.054	748.629	963.326	-0,9	-19,7	15,7	28,7	18,5	4.743
Itália	365.854	357.947	246.981	257.804	232.059	-2,2	-31,0	4,4	-10,0	-36,6	1.010
Liechtenstein	18.274	20.399	19.292	24.592	31.078	11,6	-5,4	27,5	26,4	70,1	665
Luxemburgo	2.047.022	2.059.395	1.559.653	1.840.993	2.198.994	0,6	-24,3	18,0	19,4	7,4	12.937
Holanda	106.670	90.951	71.689	79.020	78.066	-14,7	-21,2	10,2	-1,2	-26,8	728
Noruega	48.736	50.599	29.573	49.925	63.243	3,8	-41,6	68,8	26,7	29,8	507
Polónia	36.568	37.558	17.446	22.592	28.757	2,7	-53,5	29,5	27,3	-21,4	542
Portugal	40.248	36.213	25.040	29.087	26.456	-10,0	-30,9	16,2	-9,0	-34,3	550
Roménia	n.d.	3.517	1.701	2.587	2.968	-	-51,6	52,1	14,7	-	78
Espanha	292.292	278.796	203.498	194.520	169.568	-4,6	-27,0	-4,4	-12,8	-42,0	2.552
Suécia	150.379	139.380	86.624	126.402	166.089	-7,3	-37,9	45,9	31,4	10,4	574
Suíça	155.425	168.895	157.040	158.450	253.216	8,7	-7,0	0,9	59,8	62,9	873
Turquia	16.238	18.108	13.294	16.281	17.565	11,5	-26,6	22,5	7,9	8,2	365
Reino Unido	899.698	751.346	458.116	638.312	793.957	-16,5	-39,0	39,3	24,4	-11,8	2.941
TOTAL	8.235.735	7.909.332	6.141.690	7.061.289	8.025.183	-4,0	-22,3	15,0	13,7	-2,6	53.364

Fonte: EFAMA e CMVM.

Uma análise centrada exclusivamente nos fundos de investimento mobiliário harmonizados não difere de forma substancial da relativa ao conjunto do sector dos fundos na Europa anteriormente apresentada, pelo menos no que respeita ao crescimento médio dos valores sob gestão em 2010 (12,7%). No entanto, se for considerada



CMVM

como data inicial de referência o mês de Junho de 2007, verifica-se que os valores geridos no final de 2010 eram inferiores em -7,5% aos registados no período pré-crise. Pode pois concluir-se que os fundos de investimento alternativos, incluindo os imobiliários, tiveram um efeito amortecedor da queda dos valores sob gestão do sector europeu dos fundos de investimento como um todo. A dimensão média dos fundos harmonizados foi de 164,144 milhões de euros.

Nos países do sul da Europa, em 2010, com a excepção da Itália, a queda dos valores sob gestão dos fundos de investimento mobiliário harmonizados foi bastante mais pronunciada do que a verificada para a globalidade do sector dos fundos de investimento. Portugal foi em 2010 o país onde os valores geridos mais diminuíram (-24,8%). Quando analisado o período compreendido entre Junho 2007 e Dezembro de 2010, Portugal (-67,1%) situou-se apenas atrás da Grécia (-70,3%). O ano de 2010 foi um ano de queda dos valores geridos por estes fundos noutros cinco países: Bélgica, França, Itália, Holanda e Espanha. Ademais, entre Junho de 2007 e Dezembro de 2010, em Portugal e na Grécia ocorreu uma erosão de mais de dois terços dos valores geridos por fundos de investimento mobiliário harmonizados. Porém esta diminuição foi sentida na generalidade dos países europeus, ainda que com magnitudes inferiores. Com efeito, entre as economias com mercados de maior dimensão, apenas os fundos de investimento mobiliário harmonizados suíços, suecos, irlandeses e noruegueses apresentavam em 2010 valores sob gestão superiores aos registados em Junho de 2007.

Quadro 10 - Activos sob Gestão de OIC Harmonizados na Europa

Países	Valores em fim de período					Δ%					N.º Fundos 2010
	30-06-07	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	2º Sem.07	2008/07	2009/08	2010/09	2010/30-06-07	
Áustria	118.487	111.386	79.701	82.482	84.639	-6,0	-28,4	3,5	2,6	-28,6	1.410
Bélgica	121.469	120.196	97.768	91.290	88.190	-1,0	-18,7	-6,6	-3,4	-27,4	1.932
Bulgária	n.d.	436	162	177	227	-	-62,8	9,3	28,2	-	91
República Checa	5.495	6.426	4.433	4.376	4.806	16,9	-31,0	-1,3	9,8	-12,5	113
Eslováquia	3.494	3.819	3.107	3.255	3.542	9,3	-18,6	4,8	8,8	1,4	73
Eslovénia	n.d.	2.918	1.505	1.859	2.029	-	-48,4	23,5	9,2	-	133
Dinamarca	72.787	70.680	46.836	58.032	67.556	-2,9	-33,7	23,9	16,4	-7,2	497
Finlândia	58.332	55.116	35.029	47.432	53.293	-5,5	-36,4	35,4	12,4	-8,6	366
França	1.473.000	1.351.600	1.143.265	1.253.395	1.210.280	-8,2	-15,4	9,6	-3,4	-17,8	7.791
Alemanha	281.543	266.062	184.291	220.867	249.748	-5,5	-30,7	19,8	13,1	-11,3	2.106
Grécia	23.629	21.685	9.259	9.191	7.046	-8,2	-57,3	-0,7	-23,3	-70,2	242
Hungria	8.779	9.826	7.165	8.353	9.353	11,9	-27,1	16,6	12,0	6,5	346
Irlanda	650.014	646.392	517.702	597.331	758.531	-0,6	-19,9	15,4	27,0	16,7	2.899
Itália	315.384	285.094	189.400	193.998	175.358	-9,6	-33,6	2,4	-9,6	-44,4	650
Liechtenstein	16.876	18.633	17.225	22.292	26.784	10,4	-7,6	29,4	20,2	58,7	447
Luxemburgo	1.839.131	1.823.969	1.337.043	1.592.373	1.880.612	-0,8	-26,7	19,1	18,1	2,3	9.353
Holanda	85.677	77.271	59.126	66.320	64.305	-9,8	-23,5	12,2	-3,0	-24,9	635
Noruega	48.736	50.599	29.573	49.925	63.243	3,8	-41,6	68,8	26,7	29,8	507
Polónia	31.894	30.975	12.794	15.872	19.223	-2,9	-58,7	24,1	21,1	-39,7	226
Portugal	26.590	21.986	10.534	11.653	8.759	-17,3	-52,1	10,6	-24,8	-67,1	192
Roménia	n.d.	266	234	792	1.288	-	-12,0	238,5	62,6	-	57
Espanha	283.422	269.366	194.714	187.152	162.337	-5,0	-27,7	-3,9	-13,3	-42,7	2.486
Suécia	146.713	136.429	84.662	123.533	162.446	-7,0	-37,9	45,9	31,5	10,7	546
Suíça	120.048	119.132	119.069	118.138	195.998	-0,8	-0,1	-0,8	65,9	63,3	653
Turquia	13.853	15.365	11.073	13.849	14.634	10,9	-27,9	25,1	5,7	5,6	314
Reino Unido	728.996	644.985	396.422	540.818	675.401	-11,5	-38,5	36,4	24,9	-7,4	2.425
TOTAL	6.474.349	6.160.612	4.592.092	5.314.755	5.989.628	-4,8	-25,5	15,7	12,7	-7,5	36.490

Fonte: EFAMA e CMVM.

A queda dos valores geridos por fundos de investimento mobiliário harmonizados foi amortecida pelo crescimento dos valores geridos por fundos não harmonizados (que incluem fundos mobiliários que não cumprem com as regras da Directiva UCITS), incluindo *hedge funds* e fundos de *hedge funds*, os fundos



CMVM

imobiliários e os veículos de investimento em classes de activos alternativas tais como *commodities*, infra-estruturas, ou outras. Apesar de entre 2009 e 2010 estes fundos terem crescido mais 3,8 p.p. do que os fundos mobiliários harmonizados, no período compreendido entre Junho de 2007 e Dezembro de 2010 os valores sob gestão tiveram um aumento médio de 15,6%. Isto significa que tem existido uma tendência de médio prazo de substituição dos investimentos em fundos mobiliários harmonizados por investimentos em fundos não harmonizados. Com poucas excepções, o valor gerido por estes fundos não harmonizados registou aumentos na generalidade dos países europeus desde 2008, na maioria dos casos com taxas de crescimento superiores a dois dígitos. Em 2010 estes fundos representavam, respectivamente, cerca de um terço e cerca de metade do valor gerido e do número de fundos mobiliários harmonizados europeus. A dimensão média dos fundos não harmonizados foi de 120.633 milhões de euros, valor inferior ao dos fundos harmonizados, possivelmente justificado pela relevância dos fundos fechados e pelo menor número de investidores por fundo que em geral se verifica nos fundos não-harmonizados.

A tendência de longo prazo para o maior peso relativo dos fundos de investimento em classes de activos alternativos na Europa foi, aliás, um dos factores que esteve na génese da Directiva comunitária relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos. A par do efeito de substituição harmonizado/não-harmonizado já referido, outra tendência que se tem verificado no mercado europeu é a criação e distribuição de fundos alternativos usualmente enquadrados na tipologia de *hedge funds* e normalmente colocados junto dos investidores através de veículos de investimento não harmonizados, utilizando a moldura legal da directiva comunitária dos OICVM III (ou UCITS III). Este fenómeno, apelidado pelos meios de comunicação social de “*Newcits*” (o que sugere a ideia de novos OICMV), ilustra duas realidades.

Por um lado, a procura crescente de fundos cujo objectivo de investimento não se limita ao acompanhamento de índices ou *benchmarks* de mercado, procurando antes retornos acima dos índices (fundos de retorno absoluto ou fundos alfa) através da prossecução de estratégias de investimento mais arrojadas, utilizando técnicas e instrumentos financeiros derivados predominantemente utilizados por gestores de *hedge funds*. Exemplo desta realidade é a utilização acentuada de derivados de modo a obter posições curtas sintéticas e a utilização de algum endividamento dentro dos constrangimentos impostos pela directiva.

Por outro, as próprias potencialidades do regime comunitário de fundos harmonizados como veículo jurídico para a comercialização de forma mais segura para o investidor de fundos que se afastam do conceito de gestão tradicional, ou seja, fundamentalmente gestão de posições longas em classes de activos tradicionais (acções e obrigações), como preconizado nos primórdios da directiva nos anos 80. A directiva dos OICVM permite albergar estratégias de investimento com pendor alternativo conciliando este desígnio com os exigentes padrões



CMVM

Relatório Anual 2010 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários

de gestão de risco, de liquidez e de conflitos de interesses a que a directiva os sujeita e que os torna compatíveis com a defesa dos interesses do investidor de retalho.

Neste quadro, pode concluir-se que o efeito de substituição harmonizado/não harmonizado se apresenta não só por via dos dados estatísticos mais evidentes, mas também para lá destes, dentro do próprio universo (ainda) não descodificado dos fundos harmonizados segundo a directiva OICVM III. O caso português é emblemático deste efeito de substituição, uma vez que os fundos imobiliários e os fundos especiais de investimento aumentaram os valores geridos em cerca de 30% entre Junho de 2007 e Dezembro de 2010. O número de fundos desta natureza em 2010 era em Portugal quase o dobro do dos fundos mobiliários harmonizados. O número de fundos especiais de investimento em actividade era de uma centena em finais de 2010 e os valores sob gestão representavam 62,5% do relativo a fundos mobiliários harmonizados. Em Junho de 2007 o número de fundos especiais em actividade era de apenas 60 e o respectivo valor sob gestão representava somente 13,3% do valor gerido por fundos mobiliários harmonizados.

Quadro 11 - Activos sob Gestão de OIC Não Harmonizados na Europa

Países	Valores em fim de período					Δ%					N.º Fundos 2010
	30-06-07	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	2º Sem.07	2008/07	2009/08	2010/09	2010/30-06-07	
Áustria	55.855	54.198	48.028	56.121	62.952	-3,0	-11,4	16,9	12,2	12,7	788
Bélgica	7.748	6.340	5.865	5.660	5.840	-18,2	-7,5	-3,5	3,2	-24,6	34
Bulgária	n.d.	0	2	2	2	-	-	0,0	16,9	-	1
República Checa	17	45	62	50	77	164,7	37,8	-19,4	55,0	355,7	3
Eslováquia	125	150	171	163	221	20,0	14,0	-4,7	35,7	77,0	5
Eslovénia	n.d.	1.230	367	380	222	-	-70,2	3,5	-41,5	-	2
Dinamarca	56.582	60.744	50.952	51.580	67.886	7,4	-16,1	1,2	31,6	20,0	334
Finlândia	11.517	10.884	6.309	6.819	8.213	-5,5	-42,0	8,1	20,4	-28,7	123
França	164.500	156.700	150.000	168.000	191.345	-4,7	-4,3	12,0	13,9	16,3	3.920
Alemanha	778.349	775.807	727.039	798.805	876.105	-0,3	-6,3	9,9	9,7	12,6	3.873
Grécia	885	1.227	1.065	1.088	2.082	38,6	-13,2	2,2	91,3	135,2	9
Hungria	2.694	2.764	2.308	2.718	4.188	2,6	-16,5	17,8	54,1	55,4	107
Irlanda	163.030	159.597	129.352	151.298	204.795	-2,1	-19,0	17,0	35,4	25,6	1.844
Itália	50.470	72.853	57.581	63.806	56.700	44,3	-21,0	10,8	-11,1	12,3	360
Liechtenstein	1.398	1.766	2.067	2.300	4.294	26,3	17,0	11,3	86,7	207,1	218
Luxemburgo	207.891	235.426	222.610	248.620	318.382	13,2	-5,4	11,7	28,1	53,1	3.584
Holanda	20.993	13.680	12.563	12.700	13.761	-34,8	-8,2	1,1	8,4	-34,4	93
Noruega	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-	0
Polónia	4.674	6.583	4.652	6.720	9.535	40,8	-29,3	44,5	41,9	104,0	316
Portugal	13.658	14.228	14.505	17.434	17.697	4,2	1,9	20,2	1,5	29,6	358
Roménia	n.d.	3.251	1.467	1.795	1.680	-	-54,9	22,4	-6,4	-	21
Espanha	8.870	9.430	8.784	7.368	7.230	6,3	-6,9	-16,1	-1,9	-18,5	66
Suécia	3.666	2.951	1.962	2.869	3.643	-19,5	-33,5	46,2	27,0	-0,6	28
Suíça	35.377	49.763	37.971	40.312	57.218	40,7	-23,7	6,2	41,9	61,7	220
Turquia	2.385	2.743	2.221	2.432	2.930	15,0	-19,0	9,5	20,5	22,9	51
Reino Unido	170.702	106.361	61.694	97.494	118.556	-37,7	-42,0	58,0	21,6	-30,5	516
TOTAL	1.761.386	1.748.721	1.549.597	1.746.534	2.035.555	-0,7	-11,4	12,7	16,5	15,6	16.874

Fonte: EFAMA e CMVM.

A diminuição do valor gerido por fundos de investimento mobiliário harmonizados é explicada por um efeito volume e por um efeito preço. O primeiro traduz-se num desinvestimento líquido dos investidores e o eventual redireccionamento das poupanças para outras alternativas de investimento, como sejam os fundos especiais ou outras formas mais tradicionais de aforro (como por exemplo os depósitos bancários) ou até, simplesmente, a utilização desses investimentos para a satisfação de necessidades de consumo. O segundo respeita à diminuição



CMVM

das cotações dos activos que integram as carteiras dos fundos, o que também é indutor de uma diminuição dos valores sob gestão.

O quadro seguinte quantifica o efeito volume nos diversos países europeus, exclusivamente para os fundos de investimento mobiliário harmonizados.³⁰ Em termos de média europeia as subscrições superaram os resgates em cerca de 94 mil milhões de euros, apesar do forte desinvestimento ocorrido em fundos de tesouraria. No entanto, se não forem considerados o Luxemburgo, o Reino Unido e a Irlanda, nas demais jurisdições existiram resgates líquidos na ordem dos 74,6 mil milhões de euros. A exclusão destas três jurisdições não permite ainda assim melhorar de forma relevante a comparação desfavorável da situação dos fundos nacionais face aos dos restantes países europeus. Em Portugal é o efeito volume que explica o desinvestimento ocorrido em fundos mobiliários nacionais harmonizados, sendo este efeito mesmo superior ao da queda dos valores geridos em termos líquidos.

Se for analisado o período compreendido entre 30 de Junho de 2007 e 30 de Dezembro de 2010 (dados não apresentados), verifica-se que o efeito volume explica mais de três quartos da queda dos valores sob gestão em países como Espanha, Itália, Portugal, Grécia e França. No entanto, se mais uma vez forem desconsiderados os valores do Luxemburgo, do Reino Unido e da Irlanda para apuramento da média global europeia do efeito volume, a situação dos cinco países do sul da Europa acima mencionados não se afasta de modo sensível da média assim apurada. Em Portugal, cerca de três quartos do efeito volume foram motivados pelo desinvestimento em fundos de obrigações e de tesouraria, o que representa a percentagem mais elevada de todos os países europeus neste tipo de fundos. A Grécia registou uma percentagem ligeiramente inferior, sendo a média do efeito volume dos cinco países do sul da Europa atrás mencionados de cerca de 60%.

No mercado norte-americano, o desinvestimento ocorrido no sector dos fundos de investimento foi exclusivamente devido a saídas em fundos de tesouraria e em fundos de acções domésticas (-95.891 milhões de euros). Todas as restantes categorias de fundos de investimento tiveram subscrições líquidas positivas, mas o afluxo de capitais dirigido a estes fundos não foi suficiente para compensar o forte desinvestimento registado, em particular nos fundos de tesouraria e também nos fundos de acções norte-americanas. O desinvestimento ocorrido neste último tipo de fundos sugere que, depois de dois anos consecutivos de subida das cotações no mercado norte-americano, os investidores terão tomado decisões de investimento tendentes à realização de mais-valias.

³⁰ A EFAMA não divulga dados globais desta natureza para os fundos imobiliários e para outros fundos de investimento em classes alternativas, fazendo-o apenas para um subconjunto muito restrito de países.



CMVM

Quadro 12 – Subscrições Líquidas de Fundos por Categoria de Fundo

Unidade: 10⁶ Euro

Países	Fundos de Acções	Fundos de Obrigações	Fundos Mistos	Fundos de Tesouraria	Fundos de Fundos	Outros	Total
Áustria	371	-1.266	209	-922	-349	-109	-2.067
Bélgica	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Bulgária	-3	4	4	33	1	0	39
República Checa	25	128	39	-154	42	0	80
Eslováquia	31	108	107	-40	-9	22	218
Eslovénia	31	27	-40	-2	2	-1	17
Dinamarca	-286	3.894	239	0	-72	0	3.774
Finlândia	1.045	883	679	-2.008	0	14	612
França	-8.600	-500	3.900	-78.200	0	-1.300	-84.700
Alemanha	2.504	585	8.281	-915	0	-53	10.402
Grécia	-77	-276	-88	-624	-33	0	-1.098
Hungria	21	71	-16	613	-58	11	642
Irlanda	n.d.	n.d.	n.d.	28.659	n.d.	n.d.	28.659
Itália	-2.076	-2.165	166	-18.465	0	0	-22.540
Liechtenstein	-383	-177	684	-160	47	225	235
Luxemburgo	36.477	90.023	33.863	-43.716	0	-2.575	114.072
Holanda	-568	-46	64	0	0	737	187
Noruega	1.449	2.352	364	-609	0	-68	3.488
Polónia	-134	615	-333	741	11	50	951
Portugal	-40	-602	-24	-2.137	-109	-11	-2.922
Roménia	9	37	-6	250	0	130	421
Espanha	-233	-18.096	-1.235	-3.930	0	0	-23.494
Suécia	3.559	526	1.853	-28	1.840	-443	7.306
Suíça	2.712	3.938	103	-3.516	0	0	3.238
Turquia	85	-86	22	-289	-1	2.204	1.935
Reino Unido	15.906	7.581	10.252	-228	3.539	17.581	54.632
Total 1	51.826	87.556	59.087	-125.648	4.850	16.415	94.086
Total 2 (s/Luxemburgo, Reino Unido e Irlanda)	15.349	-2.467	25.224	-81.932	4.850	18.990	-74.618
EUA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-155.985
Japão	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	39.073

Fonte: EFAMA e ICI.

Notas: n.d. - não disponível. (*) Dados relativos a Jan-Set 2010.

Em 2010 o desinvestimento líquido em fundos de investimento nacionais foi superior a 3 mil milhões de euros. Este valor só não apresentou maior dimensão porque existiram subscrições líquidas positivas nos fundos especiais de investimento (381 milhões de euros) e nos fundos flexíveis (74 milhões de euros) que permitiram compensar o desinvestimento que ocorreu em praticamente todas as categorias de fundos. Não obstante, também em outros fundos, como foi o caso dos de acções da América do Norte, de outros fundos de acções internacionais, dos fundos do mercado monetário e dos fundos de obrigações de taxa fixa internacional registaram-se subscrições líquidas positivas (no seu conjunto, 132,5 mil milhões de euros, mas com cerca de 80% deste valor a respeitar aos fundos de acções referidos). Já o desinvestimento, apesar de quase generalizado em todas as categorias de fundos, centrou-se essencialmente nos fundos de tesouraria e nos fundos de obrigações de taxa variável euro que, em conjunto, registaram resgates líquidos de cerca de 2,6 mil milhões de euros. Como já referido, o desinvestimento nestes dois tipos de fundos vinha já a ocorrer de forma progressiva desde Junho de 2007 e até mesmo antes dessa data.



CMVM

Importa, por último, analisar a importância relativa dos fundos de investimento mobiliário harmonizados nas economias de cada país e enquanto instrumento de aforro a que os investidores recorrem. O quadro seguinte mostra o peso dos fundos de investimento mobiliário harmonizados no PIB de um conjunto de países, assim como o valor aplicado *per capita* tendo em conta a respectiva população potencialmente investidora em fundos. Dele se conclui que entre 2009 e 2010 a expressão dos fundos no PIB para o conjunto dos países europeus aumentou de forma sensível (+ 6,4 p.p.). Porém, se forem desconsideradas da média europeia as jurisdições luxemburguesa e irlandesa, o aumento cinge-se a 1,4 p.p.. Na Europa, o peso relativo dos fundos no PIB é bastante mais diminuto do que nos EUA (cerca do dobro da média europeia). Mesmo quando comparado o mercado norte-americano com um mercado europeu com iguais características em termos de fonte de financiamento prioritária das empresas – o Reino Unido – o peso dos fundos no PIB norte-americano é quase o triplo do daquele país europeu. A existência de desenvolvidos sistemas públicos de protecção social na reforma aos cidadãos nos países europeus, contrariamente ao que sucede nos EUA, é uma das razões frequentemente apontadas para a diferença de dimensão relativa entre os mercados de fundos de investimento das duas regiões do globo.

No caso de Portugal, a evolução deste indicador revelou-se contrária à tendência europeia, uma vez que apresentou uma descida de 1,8 p.p. entre 2009 e 2010. Este facto reforça a ideia de que o sector dos fundos de investimento em Portugal está a perder relevância enquanto alternativa de captação da poupança e tal sucede em contraciclo com a generalidade dos países europeus (ver Caixa 5). Esta realidade é também expressa pela diminuição do investimento *per capita* de cerca de 1.100 euros para 800 euros naqueles dois anos (em 2010 este valor é, respectivamente, cerca de 2 e 14 vezes inferior ao investimento *per capita* em certificados de aforro e depósitos bancários), enquanto a média europeia deste indicador subiu em idêntico período (quer se considere a totalidade dos países europeus, quer se exclua destes o Luxemburgo e a Irlanda). Também neste caso é notória a diferença entre o mercado europeu e o norte-americano. Com efeito, enquanto nos EUA o valor sob gestão dos fundos corresponde a cerca de 27 mil euros por habitante, na Europa esse valor não atinge os 6 mil euros, se excluirmos da média o Luxemburgo e a Irlanda, e apenas excede ligeiramente os 10 mil euros se estes países forem considerados.



CMVM

Quadro 13 – Relevância Comparada de Activos sob Gestão dos OICVM

Países	2009			2010		
	Activos (10 ⁶ Euro) (10 ⁶ €)	OICVM/PIB (%)	OICVM Per capita (10 ³ €)	Activos (10 ⁶ €)	OICVM/PIB (%)	OICVM Per capita (10 ³ €)
Áustria	82.482	30,3%	9,9	84.639	30,5%	10,1
Bélgica	91.290	28,3%	8,5	88.190	25,6%	8,1
Bulgária	177	0,5%	0,0	227	0,7%	0,0
República Checa	4.376	3,1%	0,4	4.806	3,5%	0,5
Eslováquia	3.255	5,3%	0,6	3.542	5,3%	0,7
Eslovénia	1.859	5,4%	0,9	2.029	5,9%	1,0
Dinamarca	58.032	26,2%	10,5	67.556	29,8%	12,2
Finlândia	47.432	27,9%	8,9	53.293	30,5%	10,0
França	1.253.395	66,1%	19,5	1.210.280	62,8%	18,7
Alemanha	220.867	9,3%	2,7	249.748	10,1%	3,1
Grécia	9.191	4,0%	0,8	7.046	3,2%	0,6
Hungria	8.353	8,4%	0,8	9.353	10,4%	0,9
Irlanda	597.331	359,1%	134,2	758.531	457,0%	169,8
Itália	193.998	13,0%	3,2	175.358	11,7%	2,9
Liechtenstein	22.292	648,0%	626,4	26.784	727,8%	746,2
Luxemburgo	1.592.373	4169,8%	3.226,7	1.880.612	4773,9%	3.745,7
Holanda	66.320	11,6%	4,0	64.305	11,0%	3,9
Noruega	49.925	18,0%	10,4	63.243	23,8%	13,0
Polónia	15.872	4,3%	0,4	19.223	6,2%	0,5
Portugal	11.653	7,0%	1,1	8.759	5,2%	0,8
Roménia	792	0,6%	0,0	1.288	1,2%	0,1
Espanha	187.152	17,9%	4,1	162.337	15,5%	3,5
Suécia	123.533	39,2%	13,3	162.446	54,3%	17,4
Suíça	118.138	35,1%	15,3	195.998	54,1%	25,2
Turquia	13.849	3,5%	0,2	14.634	3,9%	0,2
Reino Unido	540.818	33,2%	8,8	675.401	45,6%	10,9
Total 1	5.314.755	41,6%	9,2	5.989.628	47,0%	10,4
Total 2 (s/Luxemburgo e Irlanda)	3.125.051	24,8%	5,5	3.282.508	26,2%	5,7
EUA (*)	7.689.511	83,6%	25,0	8.255.171	87,4%	26,9
Japão (*)	458.605	16,0%	3,6	548.841	19,3%	4,3

Fontes: EFAMA, ICI, Eurostat, US Census Bureau, World Bank e OCDE.

Legenda: OICVM - Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários.

Nota: (*) Dados relativos a Setembro de 2010.

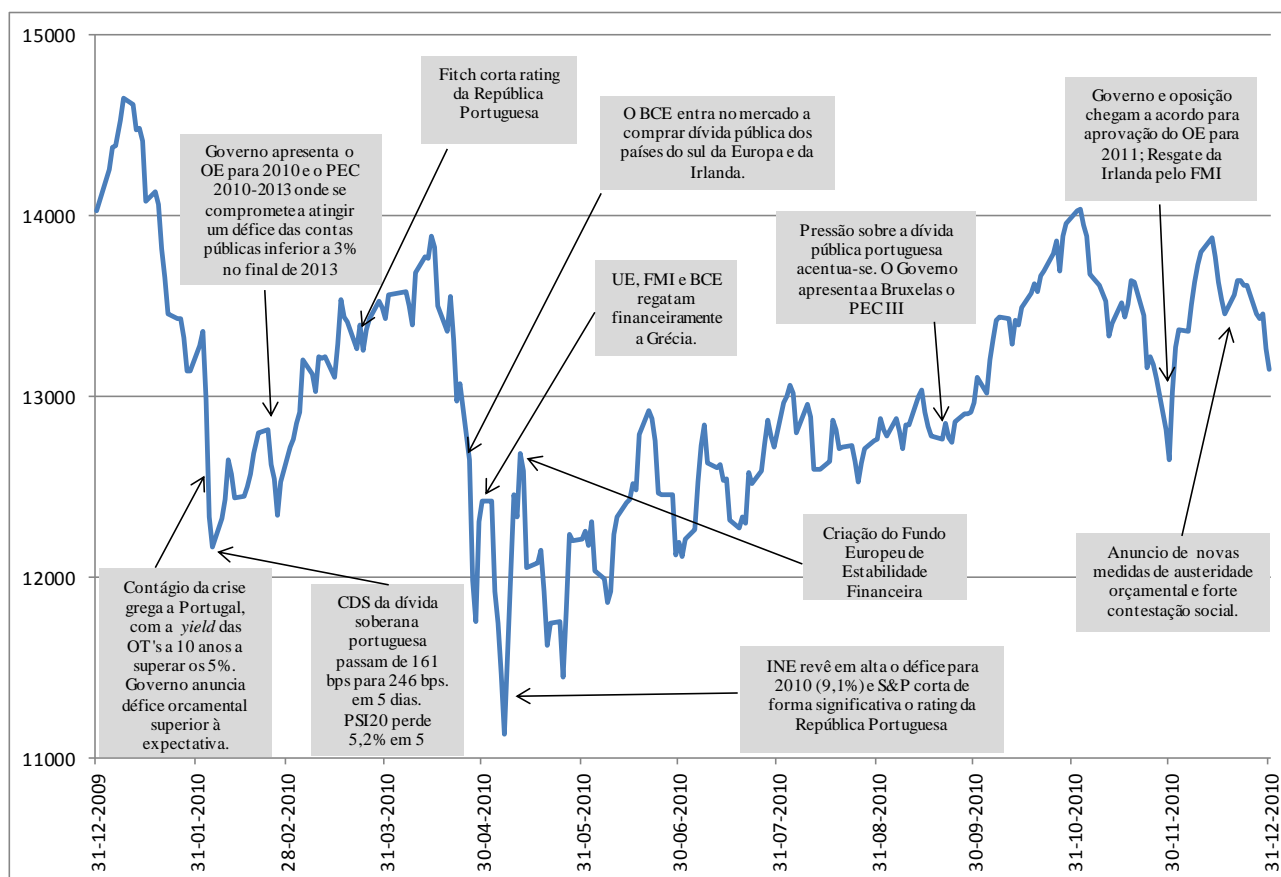
2. O MERCADO PORTUGUÊS DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1 EVOLUÇÃO GLOBAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO DESTINO DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS

2.1.1 Evolução do Mercado de Acções

No mercado de capitais português o ano de 2010 foi marcado por elevada volatilidade, perdas na capitalização bolsista, descidas dos preços das acções e, muito especialmente, por forte instabilidade dos mercados de dívida.

Gráfico 21 - A Evolução do PSI20 TR em 2010



Fonte: Euronext Lisbon.

A situação económico-financeira que se viveu em Portugal em 2010 condicionou fortemente o funcionamento do mercado de capitais. Embora a economia portuguesa tenha registado um crescimento (+1,4%) e durante todos os trimestres do ano (1,7%, 1,4%, 1,2% e 1,0% respectivamente do primeiro ao último), o desequilíbrio das finanças públicas nacionais transitou de 2009 para 2010, tendo-se agravado ao longo do ano à medida que o crescimento do produto perdeu vigor e que o custo de financiamento do referido desequilíbrio subiu. O



CMVM

excessivo nível de endividamento dos vários agentes económicos (famílias, Estado e sector empresarial, com especial destaque para o sector financeiro) ocasionou necessidades de financiamento às quais o mercado ou não deu a resposta (como foi o caso do financiamento de muitos agentes económicos privados, mas igualmente de grandes empresas da esfera estatal) ou deu respostas mas exigindo o pagamento de taxas de juro crescentemente mais elevadas (como aconteceu com a dívida pública, a ponto de se terem atingido patamares insustentáveis e de se ter tornado inevitável o pedido de ajuda externa formulado pelo governo português já em 2011).

A capitalização accionista do principal mercado, a *Euronext Lisbon*, diminuiu (-21,5%) em virtude do efeito produzido pela descida dos preços das acções, que suplantou o efeito contrário (positivo) resultante das emissões de acções de empresas em bolsa, no valor de 250 milhões de euros. Em termos relativos, face à evolução registada em anos anteriores, os mercados bolsistas nacionais contribuíram menos para o financiamento das empresas através de acções. A variação da capitalização obrigacionista da *Euronext Lisbon*, fundamentalmente composta por dívida pública, foi positiva (+82,7%).

Tendo iniciado o ano com 14.028 pontos, o índice PSI20 TR perdeu 6,3% e caiu para 13.151 pontos no final do ano. Esta evolução contrasta claramente com a variação positiva de 39% que se havia registado no ano anterior.

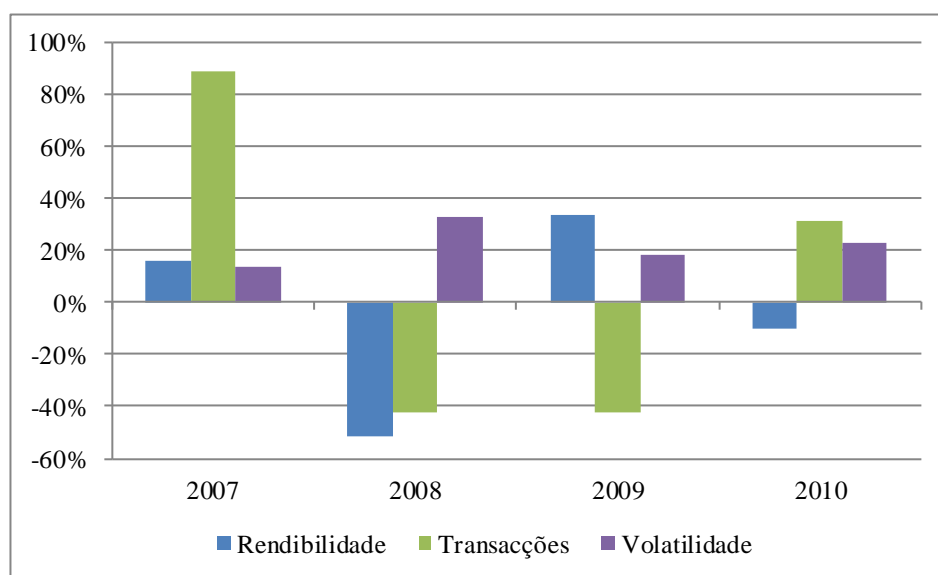
A evolução do PSI20 foi diferenciada ao longo do ano. O índice caiu no primeiro semestre (-4,3% e -12,8% no primeiro e segundo trimestres, respectivamente) mas registou ganhos no segundo (+6,3% e +1,1% no terceiro e quarto trimestres, respectivamente). A evolução no primeiro semestre reflecte a instabilidade dos mercados associada à divulgação de informação desfavorável relativa à execução orçamental, à aprovação de medidas de política económica restritiva e ao efeito de contágio sofrido pela crise da dívida soberana grega. O segundo semestre foi um período de recuperação de perdas, que poderá ser explicado pela adopção de medidas europeias de estabilização dos mercados, incluindo a acção do BCE para apaziguar a turbulência que se registou no mercado de dívida.

O gráfico seguinte ilustra a evolução da rentabilidade, da volatilidade e do valor das transacções relativo ao índice PSI20. Aí se pode ver que, contrariamente ao verificado nos principais mercados de acções ocidentais (*vide* Capítulo 1), a volatilidade histórica do mercado accionista português (23%) aumentou face ao ano anterior (18%). Em alguns períodos do ano a volatilidade atingiu valores especialmente elevados, designadamente em momentos críticos da crise das dívidas soberanas da Zona Euro, comparáveis aos níveis de volatilidade registados na Primavera de 2008 por ocasião da intervenção no banco *Bear Stearns*.



CMVM

Gráfico 22 - Rentabilidade, Volatilidade e Transacções do PSI20



Fonte: Bloomberg.

Notas: A rentabilidade do PSI20 e o valor das transacções estão expressos em termos de variação anual. O valor da volatilidade é anual. A volatilidade aqui usada é a volatilidade anualizada – desvio padrão das rendibilidades diárias $\times \sqrt{250}$. O valor das transacções resulta do somatório do produto entre todos os preços de cada acção pertencente ao índice e o número de acções que transaccionaram ao respectivo preço.

O valor das transacções de acções das empresas do PSI20 recuperou (+31,2%) face às diminuições registadas em 2008 e 2009, o que encontra justificação no aumento da negociação ocorrida na *Euronext Lisbon*. A par do aumento da volatilidade registou-se um decréscimo na rentabilidade do investimento accionista no mercado de capitais português. Tomando a variação do índice PSI20 por indicador aproximado da rentabilidade do mercado accionista, nota-se que esta diminuiu 10,3% em 2010 após ter verificado um aumento de 33,5% em 2009. O ganho conjunto do biénio 2009/10 (+23,1%) não foi ainda suficiente para compensar as perdas registadas em 2008 (51,3%). Apesar da ausência de associação relevante entre o nível de volatilidade histórica e a rentabilidade do PSI20 (correlação linear de 0,26 em 18 anos de observações diárias), em 2010 (correlação de -0,60), à semelhança do que já sucedia em 2008 (-0,74) e 2009 (-0,60), verificou-se uma relação inversa entre a rentabilidade e a volatilidade do PSI20, contrariando por isso a ideia de que a um maior risco corresponde (necessariamente) uma maior rentabilidade.

Para melhor se compreenderem os desenvolvimentos de mercado ocorridos em 2010 numa perspectiva do risco, apresenta-se uma aplicação prática da metodologia do *Value-at-Risk* ao mercado de acções português, mais concretamente ao índice PSI20. O VaR é um útil e reconhecido indicador padrão na medição do risco. O cálculo do VaR, ou da perda máxima esperada de uma carteira de investimento, permite identificar a cada momento a perda máxima que possa vir a ocorrer num horizonte temporal determinado (por exemplo 10 dias), com um grau

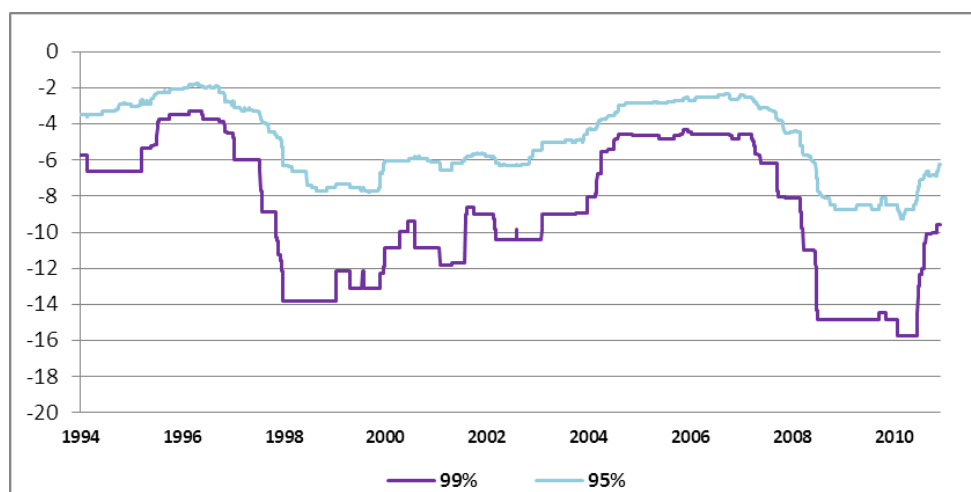


CMVM

de confiança pré determinado, por exemplo 99%, relativamente a um dado montante investido. Existem várias metodologias de cálculo do VaR, sendo a análise aqui apresentada realizada segundo o método da simulação histórica, que baseia as suas previsões de perda máxima esperada na simulação de retornos futuros com base em cenários hipotéticos construídos a partir de ocorrências históricas reais. Ao utilizar a curva de frequências históricas reais como base de construção de cenários, este método tem a vantagem de prescindir da hipótese de distribuição normal dos retornos frequentemente contestada na literatura académica.

O Gráfico seguinte apresenta o valor diário do VaR a 10 dias do PSI20 ao longo dos últimos 16 anos, determinado para os níveis de confiança mais usuais (99% e 95%). O maior nível de confiança usado na estimação do VaR está associado a maiores perdas esperadas, uma vez que uma maior precisão na estimação pressupõe a admissão de cenários de perdas mais acentuadas.³¹

Gráfico 23 – Value-at-Risk do PSI20 a 10 Dias – Método da Simulação Histórica (1995-2010)



Fontes: Bloomberg; CMVM.

Nota: Última observação em 31 de Janeiro de 2011.

Se for tomado o VaR a 99% de confiança, nota-se que o período 2008-2010 foi em termos históricos aquele em que o risco de mercado, medido por este indicador, foi mais elevado. Entre fins de Abril e princípios de Setembro de 2010, quando a crise das dívidas soberanas grega e irlandesa atingiu o auge, o VaR a 10 dias de um investimento que replicasse o PSI20 atingiu o máximo histórico de 15,7%. Em 2008-2009, durante o período da crise do *sub-prime*, o VaR foi também extremamente elevado, passando de uma média de 8,2% em Junho de 2008, para se situar sempre acima dos 14% desde meados de Outubro de 2008 (na sequência da queda do banco *Lehman Brothers*) até Setembro de 2010.

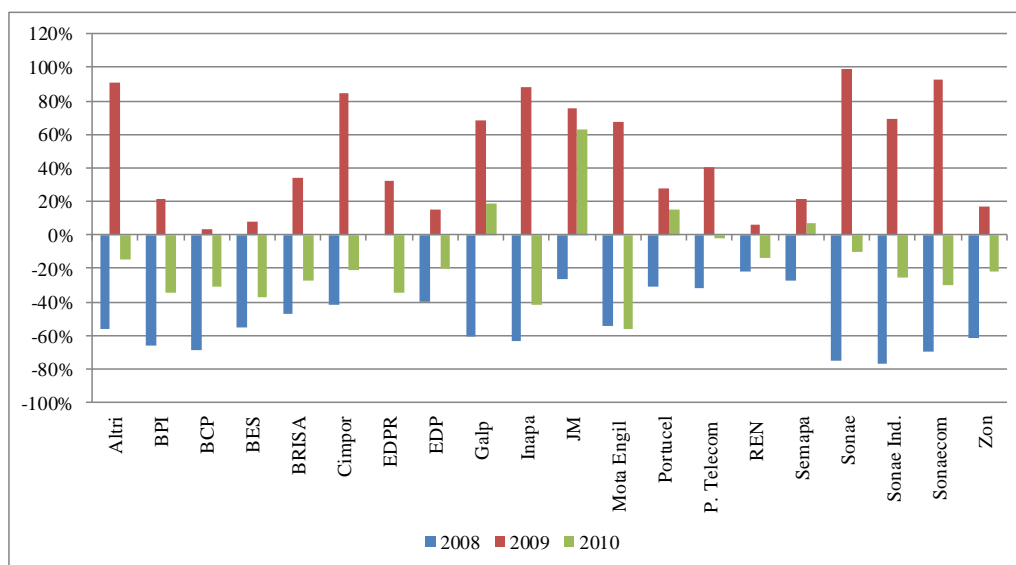
³¹ Embora o VaR seja um valor positivo, optou-se por apresentar os valores de VaR precedidos de sinal negativo para proporcionar uma melhor visualização gráfica da ideia de perda que esse valor exprime.



CMVM

Numa perspectiva de longo-prazo, a situação de risco de mercado que se viveu desde 2008, e particularmente nos segundo e terceiro trimestres de 2010, parece ser apenas comparável a dois momentos desde 1995. O primeiro, entre Outubro de 1998 e Setembro de 1999, em que o VaR a 10 dias do PSI20 se situou nos 13,8%, por ocasião da crise financeira russa e do colapso do *hedge fund* LTCM (*Long-Term Capital Management*). O segundo, vivido em 2000 por ocasião da eclosão da bolha das empresas tecnológicas, com níveis de VaR apenas ligeiramente inferiores aos referidos 13,8%. Durante os segundo e terceiro trimestres de 2010 o VaR do PSI20 situou-se sempre acima dos 14,8%. Todavia, mesmo tomando por referência cenários extremos ocorridos no passado, a turbulência do mercado accionista português, influenciada pelo desempenho das economias mais frágeis da Zona Euro, consubstanciou uma fase de risco ainda maior. Esta análise é aliás consistente com o quadro de elevada volatilidade dos mercados de capitais europeus (e mundiais) a que já se fez alusão anteriormente.

Gráfico 24 - Evolução da Rentabilidade Anual das Empresas do PSI20



Fonte: Bloomberg.

Em consonância com a evolução geral desfavorável do PSI20 em termos de rentabilidade, a generalidade das acções das empresas do PSI20 registou desvalorizações expressivas. As acções cujos preços aumentaram no ano registaram aumentos das respectivas cotações inferiores aos verificados no ano anterior. A Jerónimo Martins (+63,2%), a Galp (+18,7%), a Portucel (+15,0%) e a Semapa (+6,7%) foram as poucas empresas do PSI20 cujas acções registaram uma valorização em 2010. Traço comum destas empresas é o facto de terem um elevado índice de internacionalização em termos relativos, estando assim mais imunes aos desenvolvimentos que se verificam no mercado de capitais português, quer no que respeita a perspectivas de crescimento assentes no mercado interno, quer quanto à acessibilidade a fontes de financiamento.



CMVM

Existem todavia empresas que também estão bastante internacionalizadas mas não conseguiram alcançar desempenhos semelhantes às do grupo das quatro anteriormente citadas. São os casos da Altri, da Cimpor, da EDP Renováveis e da Sonae Indústria, com desvalorizações de cotação de -15%, -21,1%, -34,6% e -25,8%, respectivamente. Estas empresas operam com níveis de alavancagem³² superiores ao grupo de quatro empresas inicialmente referido, o que, no contexto de limitações de acesso ao financiamento verificadas em Portugal em 2010, poderá ter contribuído desfavoravelmente para o seu perfil de risco (risco de crédito, risco de financiamento e refinanciamento e risco operacional), tornando-as assim menos atractivas para o investidor numa óptica de rentabilidade ajustada ao risco.

Numa perspectiva sectorial verificaram-se elevadas quedas de rentabilidade por via do efeito preço nas acções do sector financeiro, ou seja, BES (-37%), BPI (-34,7%) e BCP (-31,1%), e da construção (Mota-Engil (-55,7%) e Cimpor (-21,1%)), o que compara desfavoravelmente com a média de perdas no valor das cotações da totalidade das empresas do PSI20.

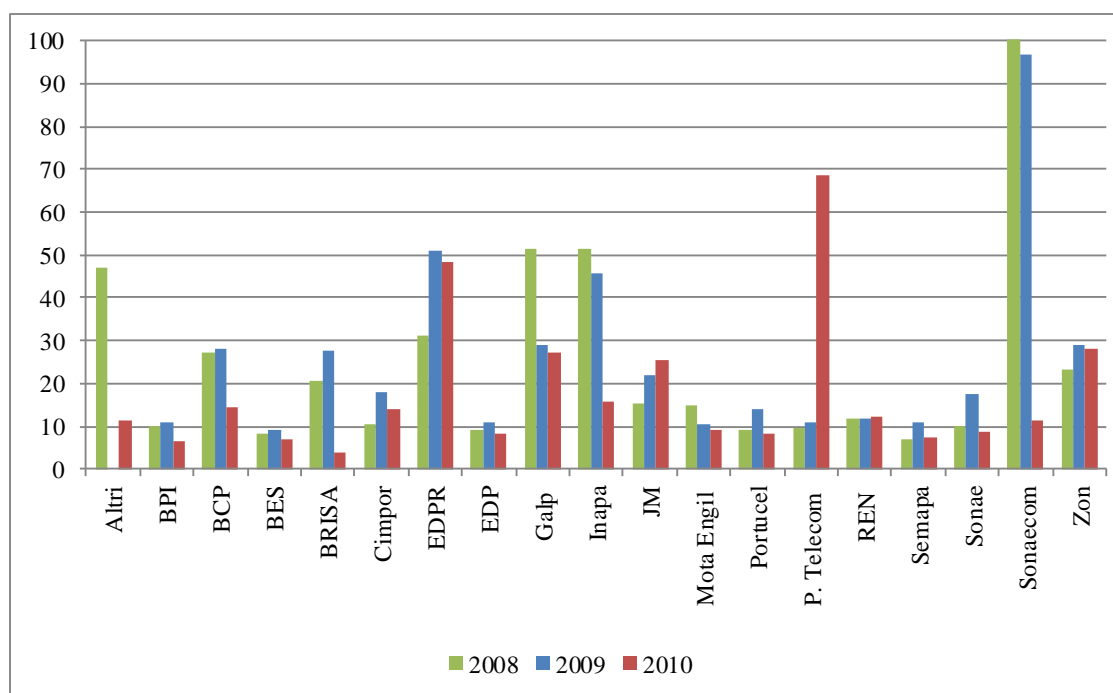
O desempenho desfavorável do sector financeiro é explicável, entre outros factores, à luz das fragilidades na estrutura de capitais (endividamento excessivo), do aumento do risco ocasionado pela degradação da qualidade creditícia da República Portuguesa, dos constrangimentos no acesso ao financiamento nos mercados grossistas internacionais e do recurso sistemático por parte destes bancos às facilidades de financiamento do BCE. Os constrangimentos orçamentais (défices e redução do investimento público) e a consequente redução da procura no sector das obras públicas, bem como as incertezas do mercado imobiliário (procura privada) e a maior sensibilidade dos investidores ao nível de endividamento, foram factores que poderão ter contribuído desfavoravelmente para o desempenho verificado no sector da construção no que respeita ao mercado interno. No caso específico da desvalorização da cotação da Cimpor, tal estará associada ao ajustamento de preço que ocorreu no primeiro semestre do ano, motivado pelo insucesso da Oferta Pública de Aquisição de que esta empresa foi alvo no final 2009.

³² Fonte: *Reuters Knowledge*



CMVM

Gráfico 25 - PER das Empresas do PSI20 (Valores em Final de Ano)



Fonte: Bloomberg.

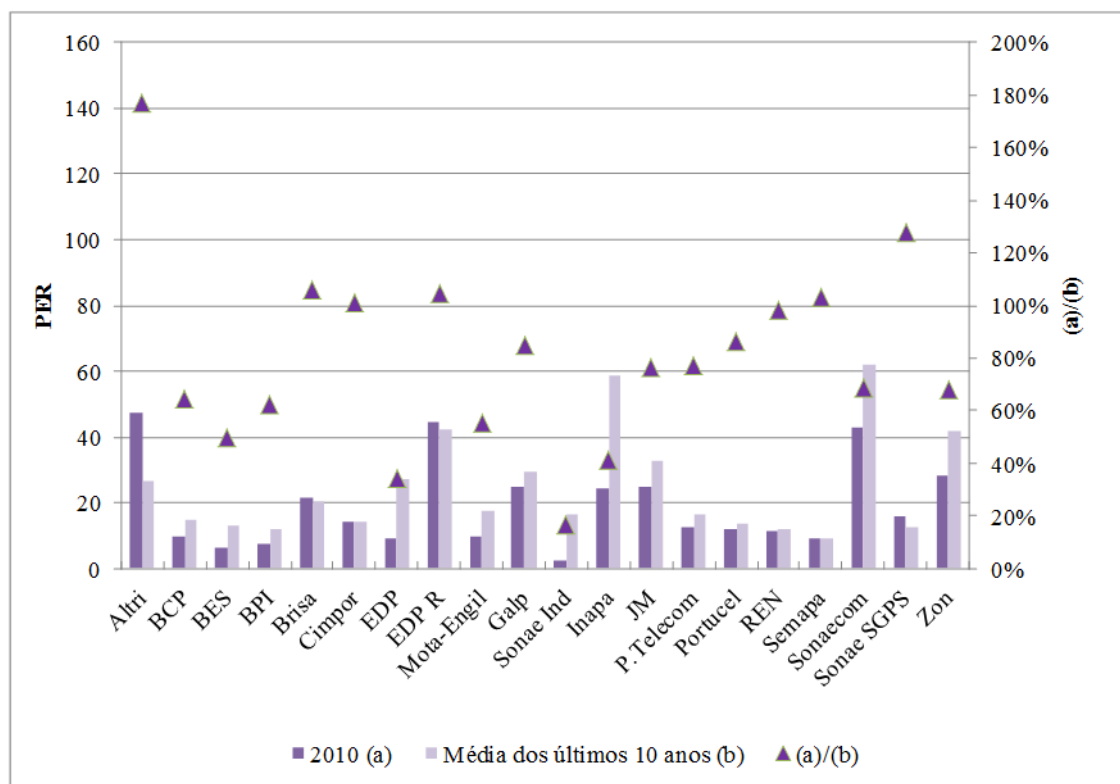
Nota: A Sonae Indústria foi excluída por apresentar EPS negativos. A Altri teve EPS negativos em 2009.

O PER médio das empresas do PSI20 desceu de 25,2 para 17,7³³ entre o último dia de 2009 e o último dia de 2010. Se o PER for lido numa óptica de período de retorno do investimento, então a diminuição do PER observada em 2010 significa que o período de recuperação de um investimento hipotético num cabaz representativo do PSI20 se encurtou em cerca de sete anos e meio.

Os valores médios anuais do PER das empresas do PSI20 reduziram-se face ao ano anterior, tendo ficado 22,9% abaixo da média dos últimos 10 anos (valor médio diário do PER nos últimos 10 anos foi 24,8). Esta situação pode ser compreensível à luz das perdas de valor registadas na bolsa portuguesa durante o ano bem como da melhoria dos resultados da maioria das empresas do índice – apenas 7 empresas do PSI20 registaram variação negativa dos EPS (Altri, BES, EDP Renováveis, Mota-Engil, Portugal Telecom, Ren e Zon Multimédia).

³³ A metodologia de cálculo de PER de índices pode não resultar num valor idêntico ao valor médio do PER do conjunto das empresas do índice nacional calculado de forma individual.

Gráfico 26 - PER das Empresas do PSI20 (Média dos últimos 10 anos face a 2010)



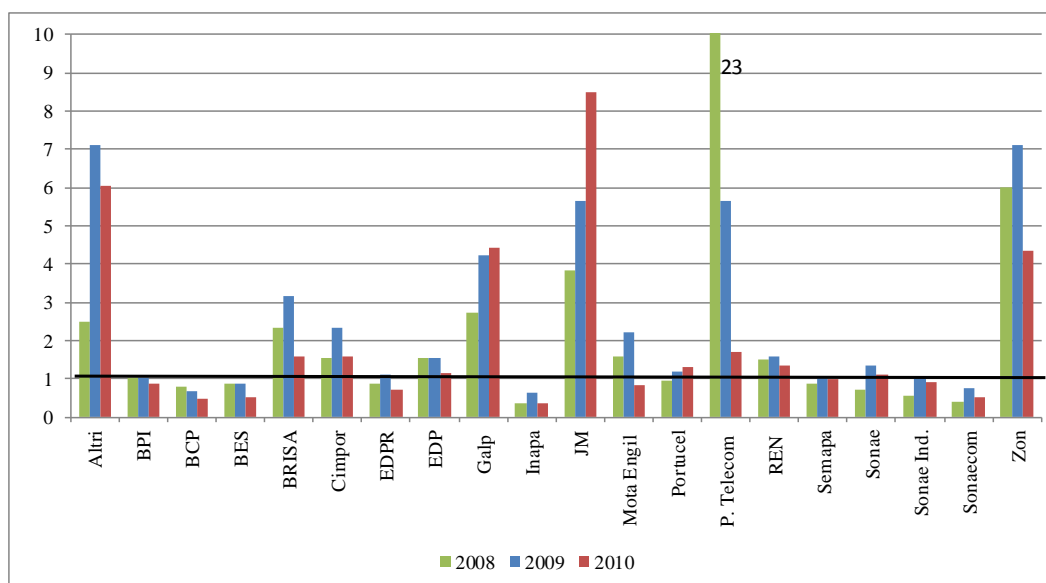
Fonte: Bloomberg (cálculos CMVM).

As únicas empresas do PSI20 cujas acções registaram uma evolução favorável ou alguma estabilidade do *Price-to-Book Ratio* foram a Jerónimo Martins (+50%), a Galp (+5%), a Portucel (+12%) e a Semapa (-1%), o que é explicável pela evolução das respectivas cotações e pelas expectativas positivas que o desempenho favorável dos resultados por acção possa ter tido no reforço da confiança dos investidores nestes títulos. Todas as demais empresas do PSI20 viram o seu PBR diminuir, nalguns casos traduzindo uma valorização de mercado abaixo do valor contabilístico dos seus capitais próprios, o que é susceptível de reflectir uma diminuição do nível de confiança dos investidores face a estes títulos.



CMVM

Gráfico 27 - PBR das Empresas do PSI20 (Valores em Final de Ano)

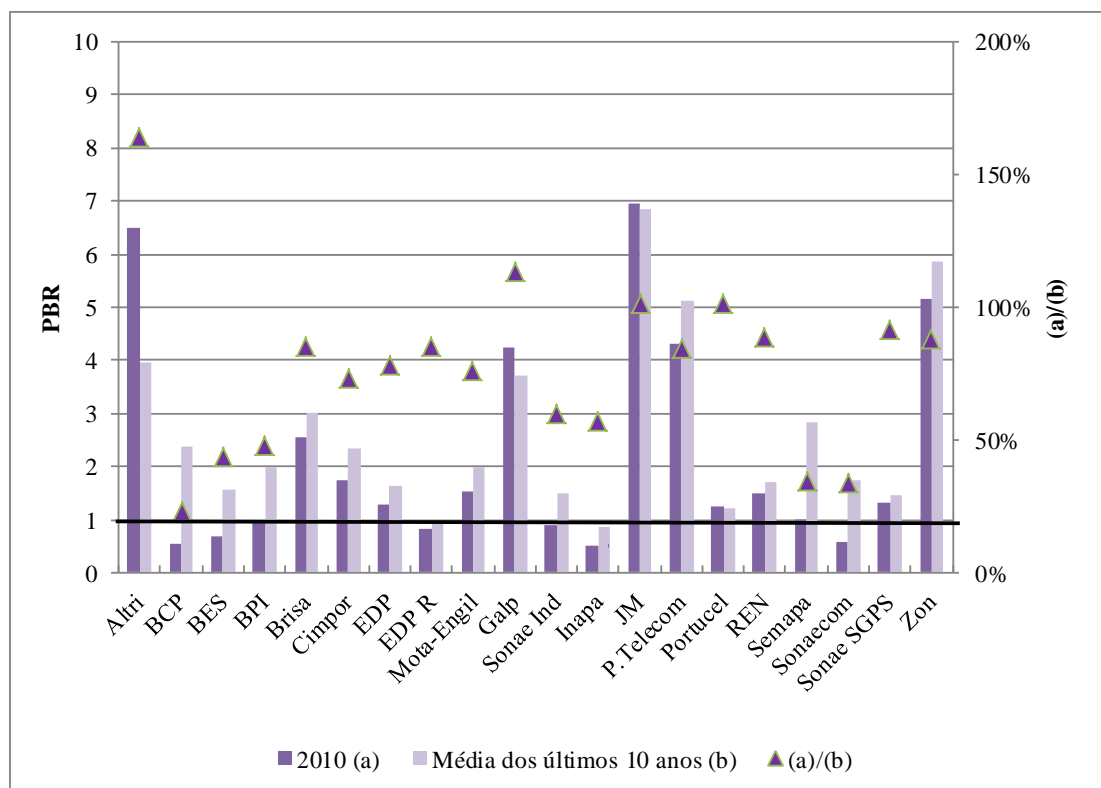


Fonte: Bloomberg.

Doze das empresas do PSI20 apresentaram um PBR superior à unidade no final de 2010. Todavia, este cenário é relativo ao último dia do ano, tendo o PSI20 apresentado ao longo do ano valores de PBR (média dos valores diários) superiores à unidade (1,38). Esta situação difere da de outros países afectados pela crise da dívida soberana, como sejam a Grécia, a Itália e a Irlanda, todos eles com PBR médios diários inferiores à unidade em 2010.³⁴ A análise do comportamento do indicador específico de cada empresa é tratada no ponto 2.1.2.

³⁴ A média do valor dos PBR médios diários das empresas do PSI20 não é necessariamente idêntica ao valor do PBR médio diário do índice PSI20 no seu todo, pois a metodologia de cálculo utilizada para determinar o rácio de empresas e índices difere.

Gráfico 28 - PBR das Empresas do PSI20 (Média dos últimos 10 anos face a 2010)



Fonte: Bloomberg (cálculos CMVM).

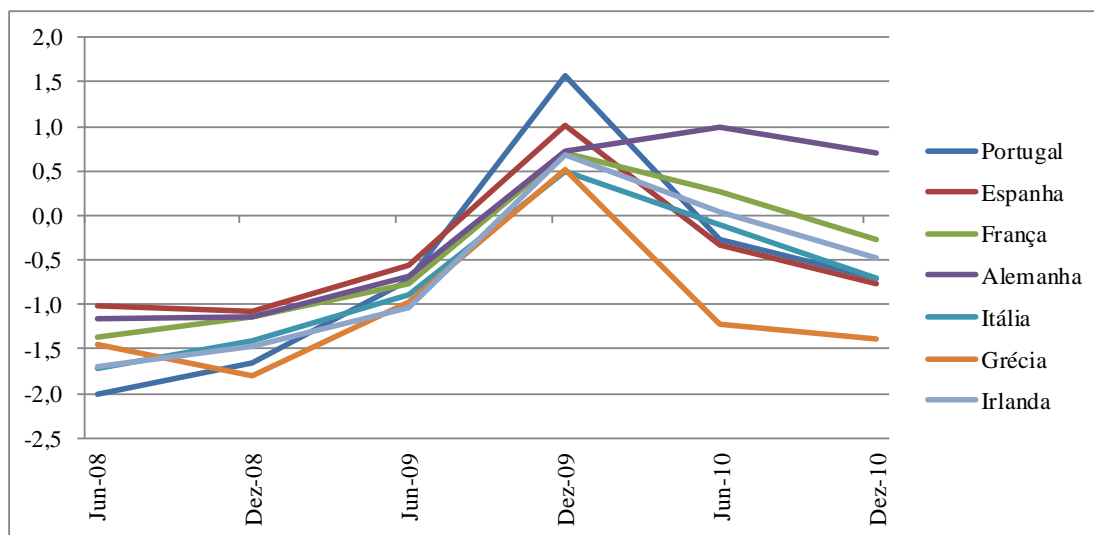
Notas: Na determinação do PBR médio dos últimos 10 anos de cada empresa foram consideradas apenas as observações disponíveis, que na maioria das situações não corresponde à série cronológica completa de 10 anos.

A diferença entre a rentabilidade do mercado de ações e das Obrigações dos Tesouro (OT) é muitas vezes considerada como prémio de risco. Porém, com a crise das dívidas soberanas da Zona Euro e com o aumento do Obrigações dos Tesourorisco país (risco de crédito) de muitas economias ditas avançadas, o pressuposto de ausência de risco dos activos emitidos pelos Estados é altamente questionável. Donde, a diferença entre a taxa de rentabilidade dos investimentos accionistas e as taxas de rentabilidade (*yields*) da dívida pública dificilmente pode ser considerada, no contexto actual, uma boa aproximação ao prémio de risco d omercado accionista. Em todo o caso, o gráfico que se segue mostra - através de um rácio - que o rendimento do mercado accionista português foi substancialmente inferior à taxa de rentabilidade (*yield*) das Obrigações dos Tesouro a 10 anos. O mesmo fenómeno se verificou em vários outros países. No caso da República Portuguesa tal deveu-se quer à já referida reduzida performance do mercado accionista, quer aos valores historicamente elevados registados nas *yields* das Obrigações dos Tesouro (os valores em 30 de Junho e 31 de Dezembro foram respectivamente de 5,7% e 6,6%).



CMVM

**Gráfico 29 - Retorno Accionista versus Rendimento Implícito da Dívida Pública a 10 Anos
(Valores de Final de Período)**



Fonte: Bloomberg (cálculos CMVM).

Nota: O valor do prémio de risco calculado em cada semestre baseia-se em valores anuais de variação dos índices de cada país.

2.1.2 Rentabilidade e Atractividade do Mercado de Valores Mobiliários

Ao longo da primeira década do século XXI o mercado accionista português proporcionou aos investidores uma taxa de rentabilidade média anual inferior à de outras aplicações alternativas da poupança. Os investidores que tivessem replicado no final de 2000, e mantido até ao final de 2010, uma carteira que incluísse todas as acções cotadas no mercado português (PSI Geral) teriam obtido uma taxa de retorno média anual marginalmente positiva (0,6%). Ao invés, um investimento realizado no PSI20 (ou mesmo no índice sob a forma de rendimento total, com incorporação de dividendos) teria produzido uma taxa de rentabilidade média anual negativa. Esta situação é, em grande parte, devida à crise económico-financeira iniciada no verão de 2007 que teve reflexos bastante negativos nas cotações das acções, em especial em 2008, e pela nova descida de preços registada em 2010, mas também pela forte queda das cotações ocorrida em 2001/2002.

Os aforradores que tivessem efectuado no período 2000-2010, ou mesmo apenas em 2010, aplicações em obrigações do Tesouro nacionais ou em certificados de aforro, teriam visto as suas poupanças remuneradas a taxas mais atractivas do que aquelas que o mercado accionista lhes teria proporcionado. Note-se, no entanto, que a rentabilidade obtida numa aplicação em certificados de aforro permitiu apenas aos investidores manter o valor real das suas poupanças nesta década, uma vez que a taxa média de inflação foi praticamente idêntica à rentabilidade bruta média daquela poupança neste período.



CMVM

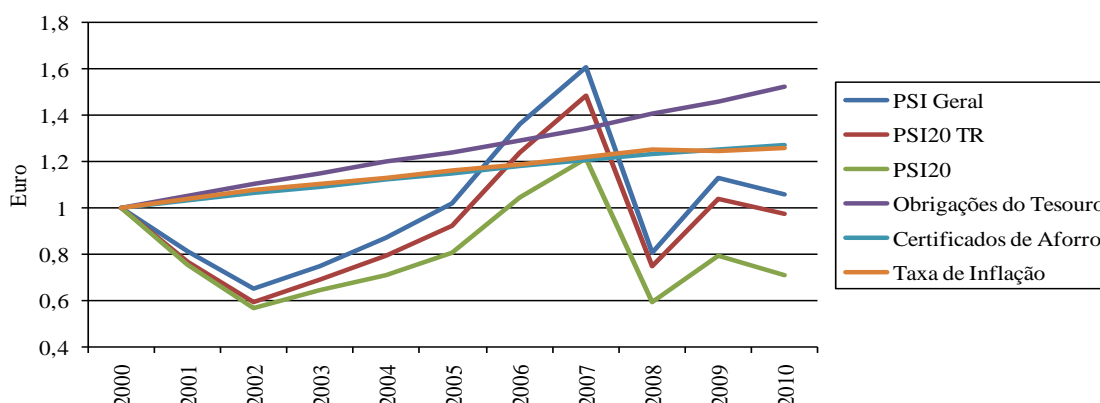
Quadro 14 - Rentabilidade e Risco dos Diversos Tipos de Instrumentos Financeiros

	2010	Dez-2000-Dez-2010	
	Taxa de Rentabilidade	Taxa de Rentabilidade Média Anual	Desvio Padrão
PSI Geral	-6,2%	0,6%	27,7%
PSI20 TR (total return)	-6,6%	-0,3%	28,5%
PSI20	-10,3%	-3,6%	27,4%
Obrigações do Tesouro	4,1%	4,3%	0,5%
Certificados de Aforro	1,6%	2,4%	0,6%
Taxa de Inflação	1,4%	2,3%	1,3%

Fontes: Euronext Lisbon , IGCP, Banco de Portugal e INE (cálculos CMVM).

O gráfico seguinte mostra que entre finais de 2000 e de 2007 o investimento em acções teria sido mais recompensador do que o investimento que fosse efectuado em instrumentos de dívida do Estado português. Com efeito, neste sub-período de 7 anos, um euro aplicado no mercado accionista, considerando a rentabilidade também proporcionada sob a forma de dividendos - PSI Geral e PSI20 TR -, teria gerado um rendimento de, respectivamente, 0,61 euros e 0,48 euros, o que se traduziria em taxas médias de rentabilidade anual de 7,0% e 5,8%, respectivamente. Ao invés, uma aplicação alternativa em Obrigações dos Tesouro com maturidade de 10 anos e em certificados de aforro teria gerado taxas médias de rentabilidade anual de, respectivamente, 4,3% e 2,7%. No caso particular dos certificados de aforro, o retorno efectivo acumulado neste período de 7 anos (20,8%) não teria sido suficiente para manter o valor real do dinheiro aplicado por um investidor, uma vez que a taxa de inflação acumulada superou aquela percentagem.

Gráfico 30 - Remuneração Acumulada de Diversas Aplicações Financeiras



Fontes: Euronext Lisbon, IGCP, INE e Banco de Portugal (cálculos CMVM).



CMVM

A política de remuneração dos accionistas no mercado de capitais em Portugal é em larga medida heterogénea. Apenas 53,2% das empresas cotadas distribuíram dividendos durante o ano de 2010, o que ainda assim se traduz num aumento da proporção de empresas comparativamente ao ano de 2009 (+19,0%).

Os dividendos distribuídos em 2010 totalizaram 3.524 milhões de euros. Trata-se de um valor pouco usual e que representa um aumento de 67,2% face a 2009. Para este aumento contribuíram as empresas que integram o índice PSI20 (representam 97,7% dos dividendos distribuídos) e, de entre estas, as empresas não financeiras. As empresas financeiras mais do que duplicaram os dividendos distribuídos. Por um lado, assistiu-se a uma distribuição extraordinária de dividendos por parte da Portugal Telecom e que visou remunerar os accionistas pela venda de uma participação financeira numa empresa a operar no Brasil (a Vivo). A este efeito soma-se o facto de algumas empresas portuguesas terem optado pela distribuição antecipada de dividendos em resultado de alterações de regime fiscal que tornavam essa distribuição mais onerosa para o accionista durante o ano de 2011.

O montante total de lucros obtidos em 2009 (4.469 milhões de euros) foi proveniente essencialmente das empresas que integram o índice PSI20 (93,9% do total). Em 2010, os lucros aumentaram 131,6% face a 2009 nas empresas cotadas, pese embora o facto de as empresas que não integram o índice PSI20 terem registado uma redução de -90,2%.

Atendendo a estes resultados pode concluir-se que o ano de 2010 foi um ano atípico em matéria de distribuição de dividendos, com o *payout ratio* médio ponderado das empresas a atingir os 76,0%, valor que compara com os 54,5% de 2009. Se a distribuição extraordinária e antecipada de dividendos não for considerada, o *payout ratio* cai para 50,0%, um valor inferior ao registado em 2009.

A distribuição extraordinária de dividendos teve consequências em alguns indicadores financeiros. O *payout ratio*, por exemplo, assumiu valores mais elevados entre as empresas integrantes do índice PSI20 (80,7% em 2010) e as não financeiras (86,9%). Os valores de *payout ratio* registados em 2010 estão influenciados pela distribuição de dividendos extraordinários da Portugal Telecom e pela antecipação da distribuição de resultados que serão objecto de análise mas aprofundada adiante.



CMVM

Quadro 15 – Rentabilidade do Capital Accionista, Distribuição e Retenção de Dividendos

Unidade: Milhões de Euro

	2010	%	2009	%	Var. (%)
N.º de Empresas que Distribuíram Dividendos	25	53,2%	21	44,7%	19,0%
N.º de Empresas que não Distribuíram Dividendos	22	46,8%	26	55,3%	-15,4%
Montante de Dividendos Distribuídos					
Empresas Integrantes do PSI 20	3.443	97,7%	2.055	97,5%	67,6%
Empresas Não Integrantes do PSI 20	81	2,3%	53	2,5%	53,2%
Empresas Não Financeiras	3.182	90,3%	1.945	92,3%	63,6%
Empresas Financeiras	342	9,7%	163	7,7%	110,2%
TOTAL	3.524	100,0%	2.108	100,0%	67,2%
Montante Total de Lucros Obtidos					
Empresas Integrantes do PSI 20	10.322	99,7%	4.197	93,9%	145,9%
Empresas Não Integrantes do PSI 20	26	0,3%	271	6,1%	-90,2%
Empresas Não Financeiras	9.318	90,0%	3.492	78,1%	166,8%
Empresas Financeiras	1.030	10,0%	976	21,9%	5,5%
TOTAL	10.348	100,0%	4.469	100,0%	131,6%
<i>Payout Ratio</i>					
Empresas Integrantes do PSI 20	80,7%		54,5%		
Empresas Não Integrantes do PSI 20	22,0%		52,5%		
Empresas Não Financeiras	86,9%		63,6%		
Empresas Financeiras	35,1%		20,0%		
Total Excluindo Div. Ext. PT (Vivo)	57,1%		-		
Total Excluindo Dividendos Antecipados*	50,0%		53,2%		
TOTAL	76,0%		54,5%		
<i>Dividend Yield</i>					
Empresas Integrantes do PSI 20	5,9%		3,5%		
Empresas Não Integrantes do PSI 20	3,0%		2,0%		
Empresas Não Financeiras	5,9%		3,6%		
Empresas Financeiras	4,4%		2,1%		
Total Excluindo Div. Ext. PT (Vivo)	4,3%		-		
Total Excluindo Dividendos Antecipados*	3,8%		3,0%		
TOTAL	5,7%		3,1%		
<i>Retorno do Capital Próprio</i>					
Empresas Integrantes do PSI 20	24,2%		11,6%		
Empresas Não Integrantes do PSI 20	0,9%		11,2%		
Empresas Não Financeiras	31,7%		13,5%		
Empresas Financeiras	6,3%		7,8%		
TOTAL	22,7%		11,6%		

*Foram excluídos os dividendos extraordinários antecipados da Portugal Telecom, da Jerónimo Martins, da Portucel, da Galp e da Semapa. Fonte: Relatórios e Contas das empresas cotadas; comunicados divulgados no sítio da CMVM; Reuters Knowledge.

Notas: (i) Foram incluídas todas as empresas cotadas em mercado regulamentado no final de 2010, com excepção das empresas em dual listing; (ii) O Payout Ratio foi calculado a partir do rácio entre a soma dos dividendos distribuídos durante o ano fiscal em causa e a soma dos resultados líquidos do exercício (positivos) do ano fiscal anterior; (iii) O Dividend Yield foi obtido a partir do rácio entre a soma dos dividendos distribuídos durante o ano fiscal em causa e a soma da capitalização bolsista; (iv) O Retorno do Capital Próprio foi calculado a partir do rácio entre a soma dos resultados líquidos do exercício do ano fiscal em causa e a soma do capital próprio do ano fiscal anterior.

Em contraponto, as empresas não integrantes do índice PSI20 evidenciaram reduções expressivas na proporção de lucros distribuídos. Com efeito, este tipo de empresas não distribuiu dividendos extraordinários com as características referidas durante o ano.



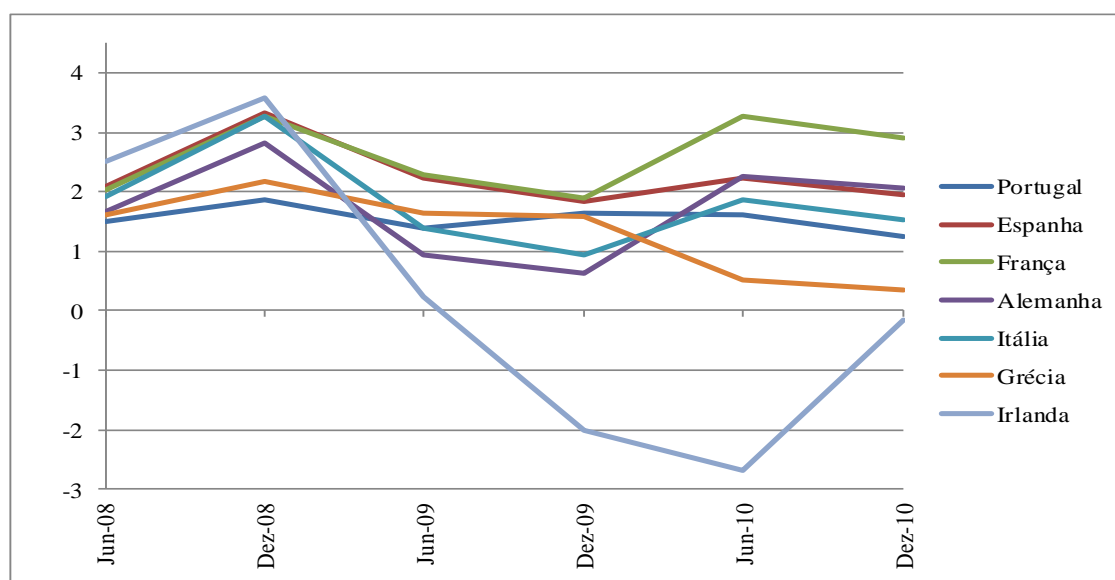
CMVM

O indicador de *dividend yield* traduz a percentagem do preço de uma acção que é distribuída ao seu detentor sob a forma de dividendos. Em termos agregados, este indicador aumentou durante o exercício de 2010 em todos os sub-grupos analisados, mesmo expurgando o efeito da distribuição antecipada de dividendos.

Por fim, o retorno dos capitais próprios evidencia uma trajectória mista, em virtude do crescimento deste indicador entre as empresas que compõem o índice PSI-20 e as empresas não financeiras, por um lado, e da redução entre as empresas financeiras e as não integrantes do índice PSI20, por outro.

A atractividade relativa do segmento accionista do mercado de capitais, por comparação com o obrigacionista, sofreu profundas alterações no primeiro semestre do ano. Após a diminuição geral da atractividade do mercado accionista em 2009, que ocorreu em simultâneo com a diminuição geral dos preços das acções, o primeiro semestre do ano caracterizou-se por um aumento do rácio *stock yield / yield*³⁵ das obrigações de Tesouro em 4 países (França, Espanha, Alemanha e Itália) e por uma queda em três outros, atingidos pela já referida crise da dívida soberana e respectivas externalidades negativas sobre o mercado accionista (Portugal, Grécia e Irlanda).

Gráfico 31 – Atractividade Relativa dos Segmentos Accionista e Obrigacionista
(Rácio *Stock Yield/Yield* das OTs) (Valores de Final de Período)



Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal (cálculos CMVM).

³⁵ O cálculo do rácio *stock yield* é determinado de acordo com a abordagem do *Fed Model* (que se baseia no valor dos *earnings*).



CMVM

Os expressivos crescimentos verificados na França e na Alemanha não podem ser certamente desligados da evolução económica mais favorável destes países, do aumento da procura de refúgio dirigida para os respectivos mercados obrigacionistas em resultado da crise da dívida soberana dos países do sul da Europa e da Irlanda (com impacto na redução das *yields* das Obrigações dos Tesouro) e ainda do comportamento favorável dos mercados accionistas francês e alemão, em particular no segundo trimestre do ano.

A situação foi significativamente diferente no segundo semestre. Exceptuando a Irlanda onde se notou uma recuperação da atractividade do segmento accionista no final do ano (explicada pela redução das *yields* das Obrigações dos Tesouro na sequência do pedido de apoio à EU, BCE e FMI formalizado em Novembro, aliado ao importante volume de ofertas públicas de subscrição de empresas admitidas ao mercado), nos demais casos verificou-se uma diminuição da atractividade do segmento accionista. Portugal e a Grécia são os países onde o rácio *stock yield* / *yield* das obrigações de Tesouro é inferior no final de 2010 por comparação com o período homólogo, o que significa que em termos relativos os respectivos mercados accionistas perderam competitividade. Contudo, quando comparados estes dois países, assistiu-se a uma perda mais acentuada de competitividade do mercado accionista grego em virtude da mais intensa crise da dívida soberana neste país, e a consequente maior *yield* das Obrigações dos Tesouro por força da incorporação de um prémio de risco mais elevado.

2.1.3 Evolução da Importância Relativa do Mercado de Valores Mobiliários

Entre 2005 e 2010 os mercados accionista e de fundos de investimento mobiliário perderam importância relativa face ao valor aplicado em outras alternativas de poupança. Esta situação é bastante mais pronunciada nos fundos de investimento mobiliário. Enquanto em 2005 o valor gerido por estes fundos representava 21% das aplicações afectas a depósitos bancários e certificados de aforro e do Tesouro, em 2010 a expressão relativa dos fundos face a estas aplicações não atingia os 10%. Outros segmentos do mercado de valores mobiliários, como sejam os fundos de investimento imobiliário e a gestão individual de carteiras, viram o seu peso aumentar entre 2005 e 2010, com particular destaque para este último segmento cuja expressão relativa face às aplicações de aforro tradicionais aumentou cerca de 50%. Aliás, é essencialmente o aumento de importância da gestão individual de carteiras que explica a estabilidade do peso relativo do conjunto da gestão de activos (55%).



CMVM

Quadro 15 - Peso Relativo do Mercado de Valores Mobiliários Face aos Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cap. Bolsista Acções (*)/(Depósitos a Prazo (**)+ Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,98	1,42	1,40	0,70	1,05	0,77
OICVM(***)/(Depósitos a Prazo (**)+ Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,21	0,21	0,18	0,09	0,11	0,09
FII (****)/(Depósitos a Prazo (**)+ Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Gestão Individual/(Depósitos a Prazo (**)+ Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,27	0,43	0,43	0,37	0,41	0,39
Activos sob Gestão (*****)/(Depósitos a Prazo (**)+ Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,55	0,71	0,68	0,53	0,59	0,55

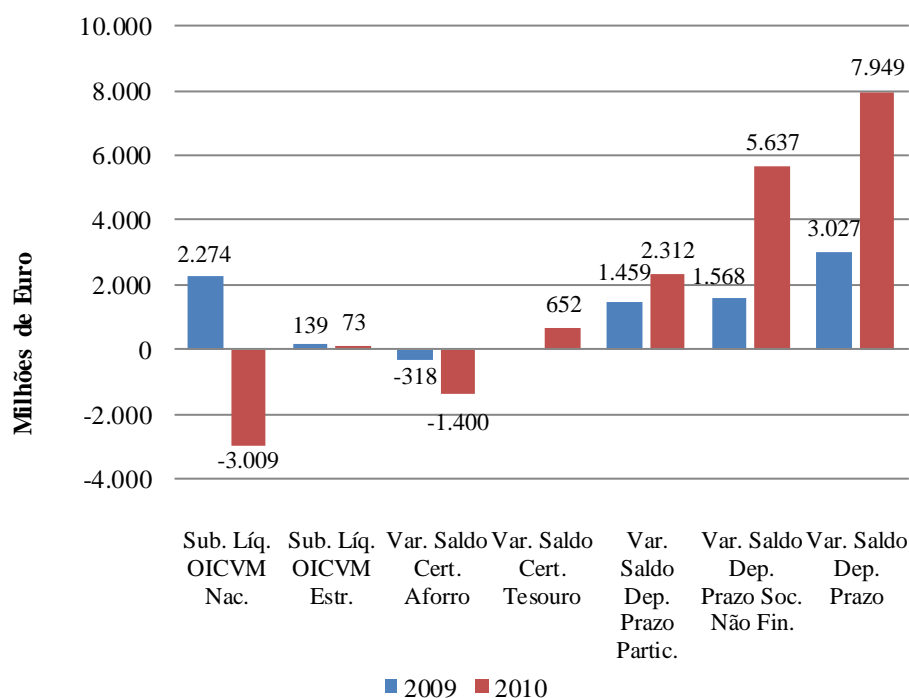
Fontes: CMVM, Euronext Lisbon, Banco de Portugal e IGCP (cálculos da CMVM).

(*) Capitalização da Euronext Lisbon; (**) Inclui depósitos de particulares e sociedades não financeiras; (***) inclui FEI e OICVM estrangeiros comercializados em Portugal; (****) Inclui FEII;

(*****) OICVM nacionais e estrangeiros comercializados em Portugal, FEI, FII, FEII e Gestão Individual.

No gráfico seguinte evidencia-se o efeito volume (investimento líquido, excluindo efeito preço) em 2009 e 2010 de um conjunto de alternativas de investimento. Destacam-se claramente os depósitos a prazo, tanto de particulares como de empresas, como um instrumento de aforro a que os investidores têm conferido privilégio nestes dois anos. De facto, mais de 11 mil milhões de euros afluíram a aplicações em depósitos a prazo em 2009 e 2010.

Gráfico 32 - Evolução das Subscrições Líquidas de OICVM versus Saldos de Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro



Fontes: CMVM, IGCP e Banco de Portugal.



CMVM

O afluxo de investimentos para depósitos a prazo parece ter resultado do desinvestimento registado em outro tipo de instrumentos financeiros. Assim, apesar de em 2009 se terem verificado subscrições líquidas positivas de relevo em fundos de investimento mobiliário, o ano de 2010 veio reiterar uma tendência de desinvestimento já sentida mesmo antes do início da crise económico-financeira de 2007. Em segundo lugar, os certificados de aforro perderam cerca de 1,7 mil milhões de euros nos dois últimos anos. A redução do valor aplicado em certificados de aforro iniciou-se em 2007, ano em que o Governo reviu as condições de remuneração destes instrumentos e lançou uma nova série (a série C) cuja rentabilidade face a outras aplicações, designadamente aos depósitos a prazo, não se tem mostrado suficientemente competitiva para manter os investidores neste tipo de instrumento financeiro. Todavia, o lançamento em Julho de 2010 de uma nova figura de poupança – os certificados do Tesouro – com melhores condições de remuneração veio permitir que o desinvestimento em certificados de aforro fosse parcialmente compensado. Em 2010, as aplicações efectuadas em certificados do Tesouro representaram 46,5% do desinvestimento registado em certificados de aforro.

O valor mínimo de subscrição dos certificados do Tesouro é de 1.000 euros (100 euros no caso dos certificados de aforro) e a sua maturidade é de 10 anos a partir da data-valor de cada subscrição. A remuneração destes certificados processa-se da seguinte forma: i) do primeiro até ao quinto ano o pagamento de juros é anual, tendo por referência a taxa de juro dos Bilhetes do Tesouro (BT) ou da Euribor a 12 meses praticadas à data de subscrição; ii) no final do quinto ano é efectuado o pagamento da componente de juros correspondente à diferença entre a remuneração dos bilhetes do Tesouro ou da Euribor a 12 meses e a das Obrigações dos Tesouro a 5 anos; iii) do quinto ao nono ano é pago um juro anual correspondente à taxa das Obrigações dos Tesouro a 5 anos (a qual é garantida na data de subscrição); iv) na maturidade o pagamento de juros corresponderá à diferença entre a remuneração das Obrigações dos Tesouro a 5 e a 10 anos. Tendo em conta esta metodologia de pagamento de juros, e considerando a significativa subida das *yields* implícitas das Obrigações dos Tesouro, os investidores terão sido atraídos por taxas de remuneração mais apelativas do que as dos certificados de aforro, ficando porém sujeitos a um maior risco de preço. Ademais, o reembolso parcial ou total dos montantes aplicados apenas pode ser solicitado pelos investidores depois de vencidos pelo menos 6 meses relativamente a cada subscrição, enquanto nos certificados de aforro tal prazo é de três meses.



CMVM

2.2 EVOLUÇÃO GLOBAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO FONTE DE FINANCIAMENTO

2.2.1 O Mercado Nacional

A emissão de acções e obrigações conheceu uma diminuição de importância na estrutura de financiamento das empresas portuguesas. Com efeito, enquanto em 2009 este modo de financiamento representava 0,9% do total de financiamento, valor mais elevado desde 2004, em 2010 verificou-se uma queda de -0,6 p.p., o que significa que as emissões de acções e de obrigações apenas representaram 0,3% do financiamento total das empresas portuguesas.³⁶ As emissões de acções sofreram uma forte quebra no ano (ver secção 2.3.1) e tiveram um contributo determinante para aquela redução uma vez que o valor emitido de obrigações foi muito semelhante ao do ano anterior.

É sabido que nos últimos anos as taxas de juro em geral têm registado níveis historicamente baixos e que o nosso tecido empresarial é composto de sobremaneira por pequenas e médias empresas, sem tradição de captação de recursos junto do público, e por um conjunto reduzido de algumas grandes empresas, muitas delas com uma estrutura de propriedade familiar, que também recorrem pouco frequentemente ao mercado de capitais, o que contribui para explicar a reduzida importância do mercado de capitais no financiamento das empresas portuguesas. A diminuição de importância do financiamento directo das empresas portuguesas em 2010 foi contrária ao sucedido na Zona Euro. Segundo dados do BCE³⁷, em 2010, à semelhança do que já sucedera em 2009, registou-se um aumento do processo de desintermediação financeira na Zona Euro através de um maior financiamento por via das obrigações (15.291 mil milhões de euros em 2008 e 18.877 mil milhões de euros em 2010).

Por sua vez, assistiu-se a um acréscimo, ainda que pouco expressivo, do relevo do crédito bancário enquanto fonte de financiamento das empresas (representando em 2010 cerca de 28,6% do financiamento total, ao passo que em 2009 tinha um peso de 26,4% na estrutura de capitais das empresas). Estes dados indiciam uma aparente diminuição dos constrangimentos do acesso das empresas portuguesas ao crédito bancário. Porém, tal não deve ser o caso visto que o sector bancário português (e europeu) teve ao longo de 2010, mas principalmente no segundo semestre do ano, dificuldades acrescidas de captação de recursos nos mercados interbancários por força das externalidades negativas geradas pela crise da dívida soberana, o que condicionou fortemente o acesso ao crédito bancário. Neste contexto, a explicação para o reforço da importância do crédito bancário repousa na

³⁶ Fonte: Inquérito de Conjuntura ao Investimento divulgado pelo Instituto Nacional de Estatística (INE).

³⁷ Fonte: “*Securities issued by euro area residents: outstanding amounts*”.



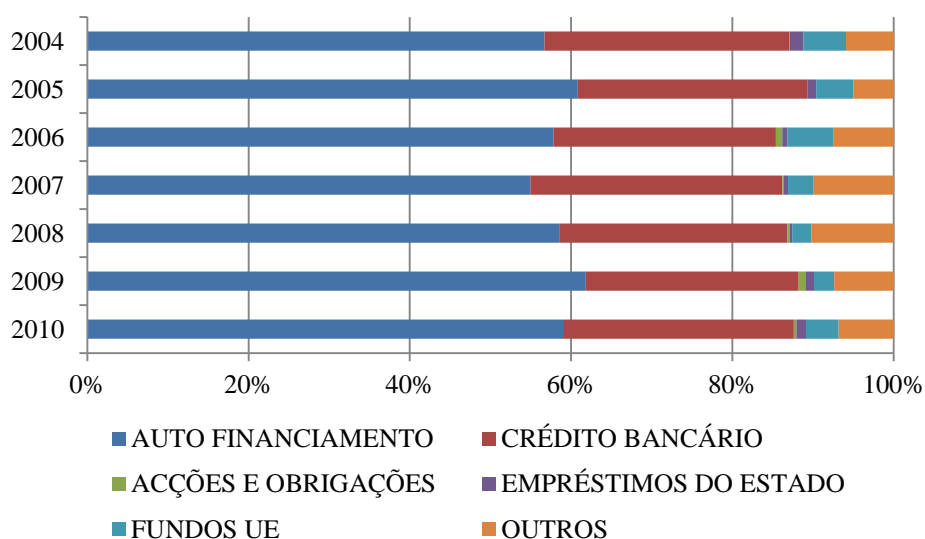
CMVM

diminuição do valor do financiamento total nas suas várias componentes, e que terá sido menos acentuado no caso do crédito bancário. As empresas cotadas distribuíram mais de 70 mil milhões de euros de capitais próprios (dividendos e dividendos extraordinários), o que também contribuiu para reduzir o peso dos capitais próprios e, consequentemente, aumentar o peso dos capitais alheios e, em particular, da dívida bancária.

O recurso das empresas portuguesas ao autofinanciamento diminuiu em termos relativos, por comparação com os restantes meios de financiamento. Depois de em 2009 esta rubrica ter apresentado o seu valor máximo desde 2004 (61,8%), em 2010 verificou-se uma redução de 1,8 p.p., mantendo-se, ainda assim, como a principal fonte de financiamento das empresas portuguesas. A diminuição do autofinanciamento, pelo menos no caso das empresas cotadas, esteve associada à distribuição extraordinária de dividendos ocorrida no final do ano em várias empresas em resultado de alterações do regime fiscal que tornavam essa distribuição mais onerosa para os accionistas nos anos subsequentes, e ainda à remuneração dos accionistas proporcionada pela venda de uma participada (no caso da Portugal Telecom).

O Gráfico 33 permite ainda constatar o aumento de importância dos empréstimos do Estado e dos fundos europeus na estrutura de financiamento das empresas (reforço de 0,2 p.p. e de 1,5 p.p., respectivamente). Qualquer uma destas rubricas apresenta um peso superior à emissão de acções e obrigações, o que constitui um sintoma adicional de relutância ou dificuldades de acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais.

Gráfico 33 - Financiamento do Investimento em Portugal



Fonte: Inquérito de Conjuntura ao Investimento - Instituto Nacional de Estatística



CMVM

Ao restringir a análise às sociedades cotadas, verifica-se uma diminuição do ritmo de crescimento do investimento líquido das empresas não financeiras no ano de 2010. Enquanto a variação do activo líquido destas empresas representava +8.711 milhões de euros em 2009, em 2010 esse valor foi de +5.437 milhões de euros. O financiamento financeiro representou cerca de 142% do investimento, impulsionado em grande medida pelo financiamento através de capital próprio. Ao invés, as outras formas de financiamento registaram uma quebra significativa entre as empresas não financeiras.

Em relação às empresas financeiras, é também de registar a contracção do investimento líquido em cerca de 50%. Para essa contracção contribuiu a significativa redução do financiamento por capital próprio num contexto de exigências de rácios de capital mais elevados e apesar de o sector financeiro ter distribuído menos dividendos aos seus accionistas. Recorde-se que já em 2009, e particularmente em 2008, os accionistas das empresas do sector financeiro tinham sido chamados a proceder a avultados aumentos de capital, algo que não aconteceu em 2010 (em que apenas o Banif procedeu a um aumento de capital de 80 milhões de euros). Não menos importante parece ter sido o aumento do peso da rubrica Outro Financiamento (apesar da forte redução em termos absolutos), que surge de uma forma destacada como o principal meio das empresas financeiras obterem recursos para afectarem à variação do activo líquido.

Quadro 16 - Estrutura de Financiamento da Variação do Activo das Empresas Cotadas

	10 ⁶ Euro				
	2010	%	2009	%	Δ (%)
Empresas Não Financeiras					
Variação do Activo Líquido	5.437	100%	8.711	100%	-38%
Financiamento Financeiro	7.724	142%	6.532	75%	18%
Financiamento por Capital Próprio	5.624	103%	3.031	35%	86%
Financiamento por Dívida Financeira	2.100	39%	3.501	40%	-40%
Outro Financiamento	-2.287	-42%	2.180	25%	-205%
Empresas Financeiras					
Variação do Activo Líquido	8.444	100%	16.913	100%	-50%
Financiamento Financeiro	1.113	13%	2.792	17%	-60%
Financiamento por Capital Próprio	626	7%	5.586	33%	-89%
Financiamento por Dívida Financeira	488	6%	-2.794	-17%	-117%
Outro Financiamento	7.331	87%	14.121	83%	-48%

Fonte: Reuters Knowledge (cálculos CMVM).

Notas: (i) O “Financiamento por Dívida Financeira” corresponde à diferença entre dois anos consecutivos das dívidas de curto e médio longo prazo que incluem empréstimos bancários, empréstimos hipotecários, empréstimos obrigacionistas, *leasing*, papel comercial, dívida sénior e subordinada, e outra dívida financeira reembolsável (na Classificação da Reuters Knowledge); (ii) “Outro Financiamento” corresponde à diferença entre a “Variação do Activo Líquido” e o “Financiamento Financeiro”, ou seja, inclui todas as rubricas do passivo não incluídas na “Dívida Financeira”; (iii) Não foram incluídas na análise as Sociedades Anónimas Desportivas, e ainda a F. Ramada, a Lisgráfica, a Grão-Pará, a Papelaria Fernandes, a SAG e a Estoril-Sol por não estar disponível à data de realização deste relatório a informação financeira/contabilística necessária.



CMVM

Numa outra vertente, foi analisado o rácio entre os dividendos distribuídos e o capital próprio do final do exercício do ano transacto. Como referido, o ano de 2010 foi um ano atípico na distribuição de dividendos entre as empresas não financeiras em resultado da distribuição extraordinária de dividendos pela Portugal Telecom e da antecipação de dividendos por parte de outras empresas. No caso da Portugal Telecom, o aumento de dividendos distribuídos representou um acréscimo de 173,9% face a 2009. A média aritmética simples dos dividendos distribuídos em percentagem do capital próprio do ano anterior das empresas integrantes do PSI20 foi de 16,75% em 2010, o que compara com os 12,44% registados no ano anterior. É também de assinalar o aumento substancial do desvio-padrão deste indicador, associado aos valores extremos resultantes dos dois efeitos referenciados. A não consideração destes efeitos traduz-se numa descida daquele rácio para os 4,96%, inferior aos 7,10% registados no ano anterior.

Quadro 18 – Dividendos Distribuídos em % do Capital Próprio do Final do Ano Anterior

	2010		2009	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
Empresas Integrantes do PSI 20	16,75%	47,57%	12,44%	23,19%
Empresas Não Integrantes do PSI 20	1,05%	3,18%	3,00%	6,58%
Empresas Não Financeiras	8,40%	33,46%	7,55%	17,26%
Empresas Financeiras	2,42%	1,91%	2,41%	1,05%
Total Excluindo Div. Ext. PT (Vivo)	5,66%	9,03%	-	-
Total Excl. Dividendos Antecipados*	4,96%	8,28%	-	-
TOTAL	7,88%	31,98%	7,10%	16,54%

*Foram excluídos os dividendos extraordinários antecipados da Portugal Telecom, da Jerónimo Martins, da Portucel, da Galp e da Semapa.

Fonte: (i) Relatórios e Contas das empresas cotadas; comunicados divulgados no sítio da CMVM; Reuters Knowledge. Foram incluídas todas as empresas cotadas em mercado regulamentado no final de 2010, com excepção das empresas em dual listing.

Afigura-se ainda pertinente avaliar a evolução da relação entre o valor de mercado das empresas cotadas no mercado português e o seu valor contabilístico. Neste âmbito, três indicadores foram analisados: (i) o rácio entre a capitalização bolsista e o activo líquido total, (ii) o rácio entre a variação da capitalização bolsista e a variação do activo líquido total, e (iii) o rácio entre a variação da capitalização bolsista e a variação do capital próprio. A amostra de empresas foi dividida em vários sub-grupos: (a) empresas financeiras e empresas não financeiras e (b) empresas que integram o PSI20 e empresas que não integram o PSI20.

No final de 2010, a capitalização bolsista das empresas cotadas correspondia a 35,3% do valor contabilístico dos seus activos (líquidos). Este valor representa uma redução de 4,5 p.p. face a 2009, muito por força da redução das cotações das empresas ocorrida em 2010 em todos os tipos de empresas. O rácio é significativamente menor entre as empresas financeiras (2,8% em 2010) devido à especificidade do seu modelo de negócio. Quando se confrontam as empresas de maior dimensão (as que integram o índice PSI20) com as empresas de menor



CMVM

dimensão constata-se que as segundas apresentam um rácio entre a capitalização bolsista e o valor contabilístico dos seus activos (líquidos) substancialmente inferior.

Em relação ao rácio entre a variação da capitalização bolsista e a variação do activo líquido total, as empresas financeiras destacam-se das demais por apresentarem um valor negativo para este indicador. Tal sugere que as alterações verificadas no valor de mercado destas empresas não decorreram de alterações nos seus activos. Donde, o valor de mercado destas empresas terá sido mais penalizado pela crise financeira do que o das demais empresas.

Por fim, o rácio entre a variação da capitalização bolsista e a variação do capital próprio atingiu em 2010 p valor de 63,3 entre as empresas cotadas em Portugal. Atente-se no entanto ao comportamento heterogéneo entre as empresas cotadas, e em especial no que se refere à sua dimensão. Este rácio apresenta um valor positivo nas empresas integrantes do índice PSI20 e negativo nas demais. Também as empresas financeiras se distinguem das restantes, com um indicador negativo. Pode assim concluir-se que a diminuição das cotações das empresas financeiras e das de menor dimensão e liquidez ocorreu em simultâneo com o aumento dos capitais próprios, algo que não aconteceu nas restantes empresas.

Quadro 17 - Variação do Activo e Variação do Capital Próprio Face à Variação da Capitalização Bolsista

	2010	2009
Empresas Não Financeiras		
Capitalização Bolsista/Activo Líquido Total	39,0%	43,9%
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Activo Líquido Total	83,74	3,76
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Capital Próprio	7,11	-57,86
Empresas Financeiras		
Capitalização Bolsista/Activo Líquido Total	2,8%	4,3%
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Activo Líquido Total	-0,57	0,15
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Capital Próprio	-0,57	2,35
Empresas Integrantes do PSI20		
Capitalização Bolsista/Activo Líquido Total	40,0%	43,7%
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Activo Líquido Total	1,40	2,85
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Capital Próprio	19,90	-19,71
Empresas Não Integrantes do PSI20		
Capitalização Bolsista/Activo Líquido Total	30,3%	35,7%
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Activo Líquido Total	152,67	3,91
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Capital Próprio	-7,96	-85,35
TOTAL		
Capitalização Bolsista/Activo Líquido Total	35,3%	39,8%
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Activo Líquido Total	75,10	3,38
Variação da Capitalização Bolsista /Variação do Capital Próprio	6,33	-51,69

Fonte: Reuters Knowledge (cálculos CMVM).

Nota: Não foram incluídas na análise as Sociedades Anónimas Desportivas, e ainda a F. Ramada, a Lisgráfica, a Grão-Pará, a Papelaria Fernandes, a SAG e a Estoril-Sol por não estar disponível à data de realização deste relatório a informação financeira/contabilística necessária.



CMVM

Em suma, durante o exercício de 2010 verificou-se um aumento da importância do crédito bancário enquanto fonte de financiamento das empresas portuguesas por contraposição à diminuição da relevância do autofinanciamento e da emissão de acções e obrigações. No que toca às empresas cotadas e em particular às não financeiras, é de assinalar a redução do seu investimento líquido em 38%, justificado em larga medida pela redução da rubrica Outro Financiamento. Por fim o ano de 2010 foi atípico no que concerne à distribuição de dividendos, em particular nas empresas não financeiras de maior dimensão e liquidez.

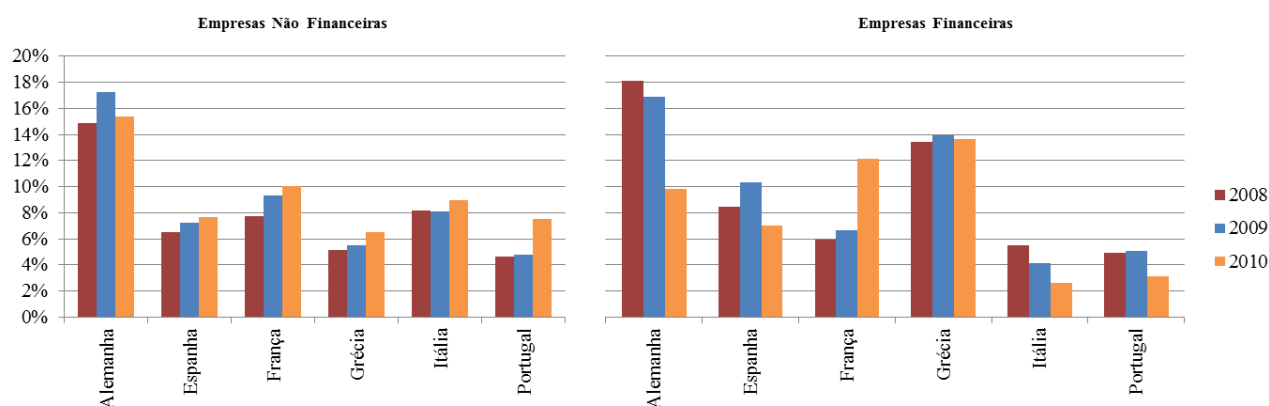
2.2.2 Comparação entre o Mercado Nacional e Outros Mercados Europeus

Com a criação da Zona Euro assistiu-se a um crescimento dos fluxos de capitais entre as diversas economias europeias. Concomitantemente, assistiu-se ao reforço da convergência dos indicadores económico-financeiros apresentados pelas empresas que integram esses mercados. Não obstante, persistem ainda algumas idiossincrasias nesses indicadores, reforçadas agora pela crise de 2007-2008 e pelas crises de dívida soberana evidenciadas em alguns dos países da Zona Euro. Como se verá adiante, essa idiossincrasia adquire particular relevo nos indicadores económico-financeiros associados à liquidez e estrutura de endividamento das empresas.

Na abordagem que se segue são analisadas as empresas pertencentes aos mercados de um conjunto de países que integram a UEM (Portugal, Espanha, França, Itália, Alemanha e Grécia), tendo sido recolhida informação para o universo de empresas cotadas em mercado regulamentado desses países. A informação reportada respeita a valores médios agregados por país e sector de actividade. Foram calculados quatro indicadores económico-financeiros: o rácio entre as disponibilidades e o valor contabilístico dos activos das empresas, o *Market Debt to Equity Ratio*, o *Book Debt to Equity Ratio* e o rácio de cobertura das despesas com juros pelos resultados antes de juros e impostos (doravante denominado de *interest coverage*). A análise foi segmentada entre empresas financeiras e não financeiras.

No que se refere ao rácio entre as disponibilidades e o valor contabilístico dos activos nas empresas não financeiras representado no gráfico seguinte, os valores mais elevados são exibidos pelas empresas alemãs (15,4% em 2010), enquanto as empresas gregas e portuguesas registam os valores mais reduzidos (6,5% e 7,5% em 2010, respectivamente). Com excepção da Alemanha, este indicador conheceu um aumento em todos os países analisados entre 2009 e 2010, sendo esse aumento mais evidente em Portugal (aumento de 2,7 p.p.) e na Grécia (aumento de 1,0 p.p.).

Gráfico 34 - Evolução do Rácio entre Disponibilidades e o Valor Contabilístico dos Activos



Fonte: Bloomberg (Cálculos CMVM).

Notas: (i) Disponibilidades corresponde a numerário, depósitos bancário e instrumentos financeiros de curto prazo (pe. Fundos de Tesouraria); (ii) No caso da Grécia as disponibilidades não incluem investimentos financeiros de curto prazo.

Nas empresas financeiras, os rácios mais elevados são apresentados pelas empresas cotadas na Grécia (6,8% em 2010), sem prejuízo de se ter assistido a uma redução deste indicador entre 2009 e 2010 (-0,1 p.p.). Já os valores mais baixos são apresentados pelas empresas cotadas em Itália (1,3% em 2010) e em Portugal (1,6%), num e noutro caso inferiores aos registados nos dois anos anteriores.

Uma possível explicação para a heterogeneidade da evolução deste indicador por sectores de actividade e, dentro destes, entre países, poderá residir no diferente comportamento das economias e dos mercados financeiros. No caso da Alemanha, a recuperação económica verificada em 2010 terá contribuído para diminuir os receios dos agentes económicos deste país relativamente à solidez do seu sistema financeiro. No caso das empresas não financeiras dos restantes países, o aumento das disponibilidades poderá estar associado com o aumento da prudência dos agentes económicos desses países, em particular a verificada em 2010 por força do aumento de instabilidade financeira e do aumento da intensidade da crise da dívida soberana nalguns países. No caso das empresas financeiras de Portugal e da Espanha, particularmente as do sector bancário, as dificuldades de acesso aos mercados financeiros internacionais terão provocado constrangimentos ao normal desenvolver da actividade, consubstanciados em menores disponibilidades financeiras de curto prazo. Daí que os bancos (pelo menos os portugueses) tenham apostado de forma mais intensa na obtenção de depósitos bancários (e menos na actividade de gestão de activos), ainda assim insuficientes para compensar as dificuldades sentidas no mercado grossista.

No que se refere à estrutura de financiamento das empresas, é de registar o baixo nível de endividamento exibido pelas empresas cotadas não financeiras na Alemanha e em França (*Debt to Market Equity Ratio* de 62,9% e 69,3%, respectivamente). No caso de França, é ainda de assinalar a forte queda deste indicador face a 2009 (-29,2 p.p.). No extremo oposto, encontram-se as empresas cotadas em Portugal cujo rácio médio de



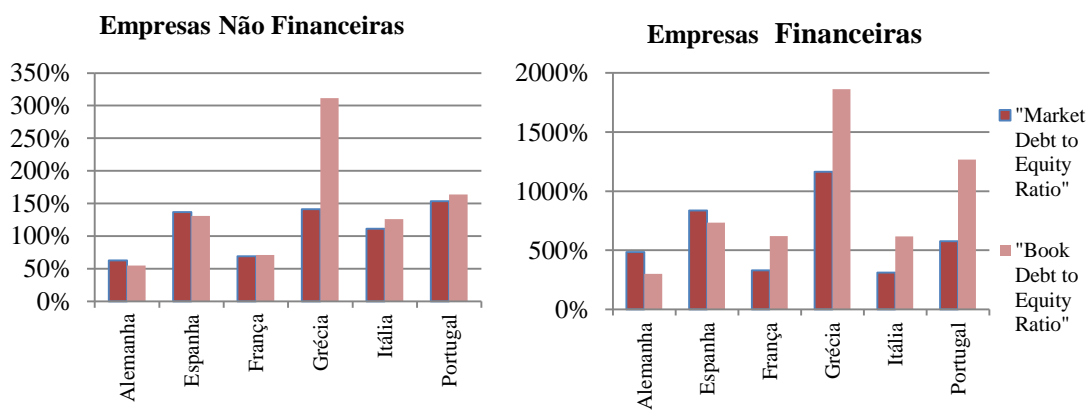
CMVM

153,7% em 2010 foi significativamente superior ao registado pelos demais pares europeus. Idêntico comportamento é apresentado pelo *Book Debt to Equity Ratio*, onde se destaca novamente o baixo valor apresentado pelas empresas cotadas na Alemanha e França e o elevado valor registado pelas empresas cotadas na Grécia e em Portugal.

Relativamente às empresas financeiras, os níveis de alavancagem mais reduzidos são apresentados pelas empresas cotadas em Itália (*Debt to Market Equity Ratio* e *Book Debt to Equity Ratio* de 311,8% e 617,0%, respectivamente). As empresas do sector financeiro mais alavancadas encontram-se na Grécia e em seguida em Portugal. Estes resultados não serão certamente alheios à crise orçamental grega e ao posterior plano de resgate encetado pela Comissão Europeia e FMI para mitigar os problemas de liquidez do país. O valor da dívida em percentagem dos capitais próprios, avaliados a preços de mercado, aumentou 558,4 p.p. entre 2009 e 2010, e tal resultou em grande medida da diminuição da capitalização accionista dos bancos.

Atente-se ainda ao facto de que, em média, as empresas financeiras apresentam um peso da dívida em percentagem dos capitais próprios substancialmente superior ao das empresas não financeiras, situação que se deve fundamentalmente à especificidade do negócio das primeiras.

Gráfico 35 – Valor de Mercado e Contabilístico da Dívida das Empresas em Percentagem dos Capitais Próprios
(*Debt to Market Equity Ratio* e *Book Debt to Equity Ratio*)



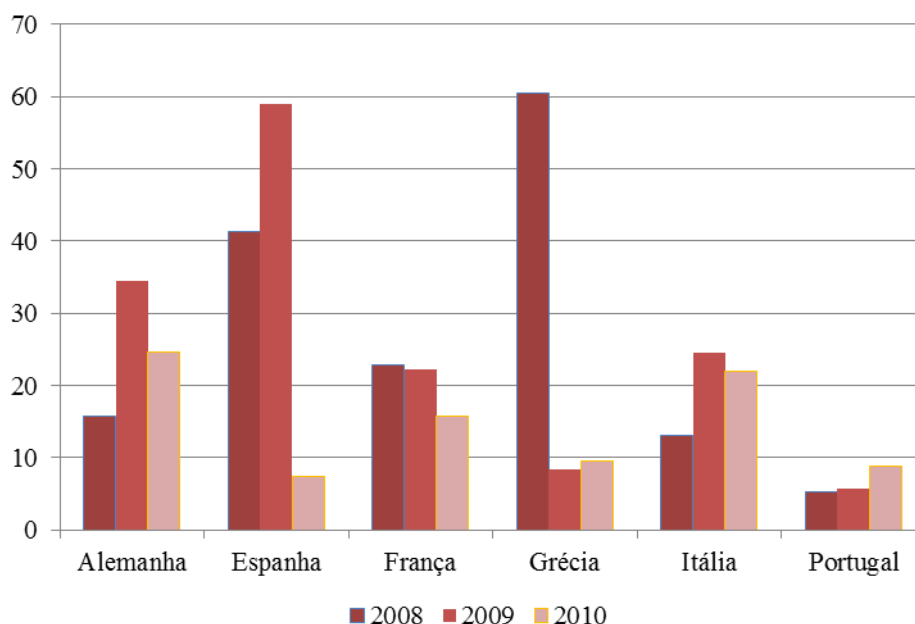
Fonte: Bloomberg (Cálculos CMVM).

O rácio de cobertura dos juros pagos (*interest coverage*) corresponde ao número de vezes que os resultados antes de juros e impostos das empresas representam face aos juros pagos e fornece uma indicação do nível de esforço que as empresas terão de fazer com a remuneração do capital alheio. Dada a especificidade do negócio das empresas do sector financeiro, que se centra na função de intermediação financeira, a análise será apenas efectuada para as empresas não financeiras.



CMVM

Gráfico 36 – Evolução Anual do *Interest Coverage* (Empresas não Financeiras)



Fonte: Bloomberg.

O indicador *interest coverage* registou, em 2010, o seu valor mais reduzido entre as empresas cotadas em Espanha (7,44) e o seu valor mais elevado entre as empresas cotadas na Alemanha (24,46). Já em Portugal o valor deste indicador cifrou-se em 8,85, o que significa que os resultados antes de juros e impostos são superiores em quase oito vezes aos juros pagos para remunerar o capital alheio. Quanto à evolução deste rácio, verificou-se um aumento substancial nas empresas cotadas em Portugal, isto é, um aumento superior ao evidenciado em 2009.

2.3 EMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.3.1 Acções

O mercado primário de acções sofreu nova quebra em 2010, com uma relevante redução dos montantes emitidos. As ofertas que contribuíram para o valor emitido em 2010 foram essencialmente operações de aumento de capital de 4 sociedades: a Banif – SGPS, S.A. (80 milhões de euros), a Teixeira Duarte, S.A. (118 milhões de euros), a Vista Alegre Atlantis (25 milhões de euros) e a Reditus (10 milhões).

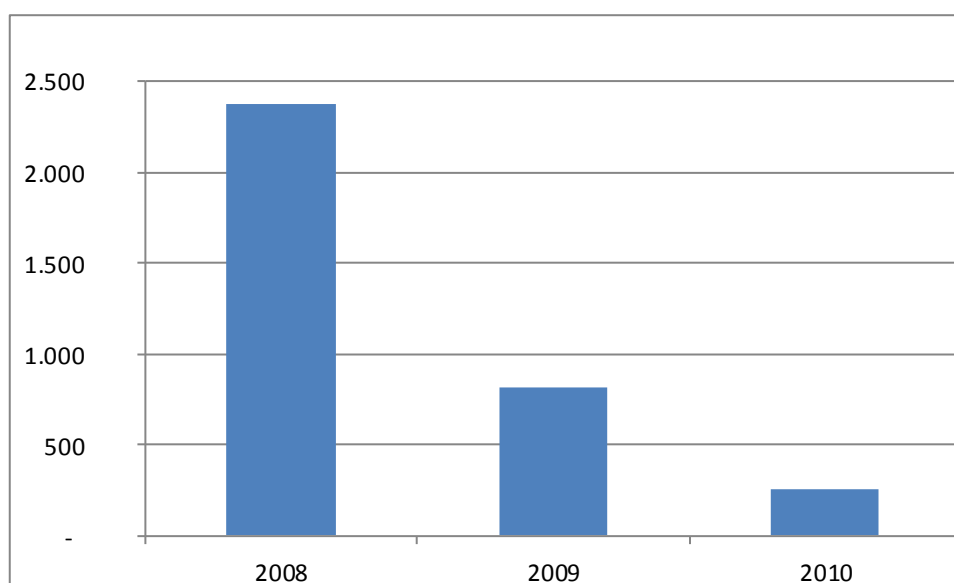
Os emitentes estrangeiros com valores representativos de capital próprio admitidos à negociação em mercado regulamentado a funcionar dentro do espaço europeu, incluindo Portugal, que efectuaram ofertas a trabalhadores em Portugal beneficiaram da dispensa de divulgação de prospecto de oferta pública. As ofertas a trabalhadores



CMVM

efectuadas no mercado nacional por emitentes residentes e não residentes, muito embora tivessem assumido um reduzido peso no montante global emitido (1%), representaram cerca de 70% do número total das ofertas realizadas, percentagem similar à do ano anterior. Em 2010 não houve emissão de acções preferenciais sem voto, à semelhança do verificado nos últimos anos. Como é sabido, este tipo de acções apenas proporciona direitos de *cash-flow* mas não direitos de voto, o que pode explicar o desinteresse pelas acções preferenciais sem direito de voto.

Gráfico 37 - Evolução do Valor das Emissões de Acções



Nota: O valor das emissões corresponde ao valor de subscrição (quantidade emitida vezes preço de subscrição) das emissões de aumento de capital concretizadas através de subscrições públicas por sociedades com o capital aberto ao investimento público, bem como as ofertas particulares realizadas por sociedades com o capital aberto ao investimento público subsequentemente comunicadas por estas entidades à CMVM.

No final de 2010 iniciou-se a oferta pública de acções do *Sporting* Clube de Portugal – Futebol, SAD, oferta que apenas terminou em 2011, pelo que essa oferta não é tida em conta nas estatísticas do ano de 2010.

2.3.2 Obrigações

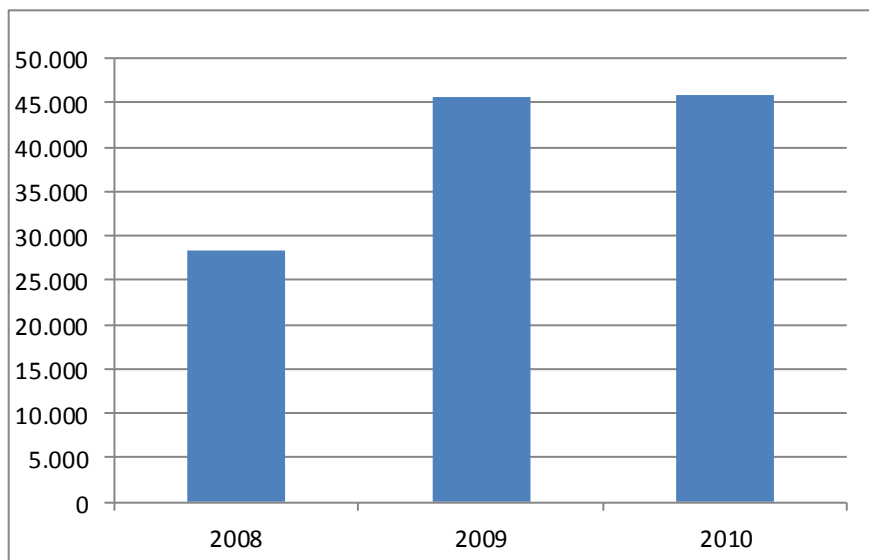
O valor e o número de emissões em mercado primário de dívida privada foram muito semelhantes aos do ano transacto, situando-se, respectivamente, em cerca de 46 mil milhões de euros e 500 emissões.



CMVM

Gráfico 38 - Evolução do Valor das Emissões de Obrigações

(10⁶ Euro)

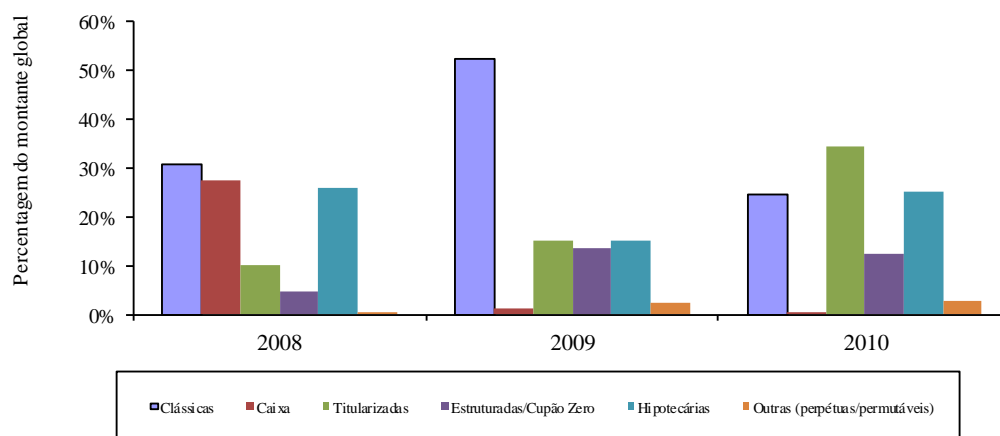


Fonte: CMVM.

A colocação particular viu o seu papel reforçado (78% do valor total emitido), tendo sido largamente ultrapassados os montantes registados em anos anteriores. Este facto encontra-se directamente relacionado com o tipo de dívida que os emitentes nacionais optaram por emitir e cujas características inerentes. A maior proporção destas emissões particulares dizem respeito a obrigações hipotecárias (30%) e titularizadas (44%) as quais apresentam valores nominais unitários elevados, superiores a 50.000€/100.000€ e maturidades de médio e longo prazo. Os valores nominais unitários deste investimento são susceptíveis de afastar o interesse dos investidores de retalho/não qualificados.

Em 2010 verificou-se um aumento significativo do peso da dívida titularizada e da dívida hipotecária, em contraposição com a descida do peso da dívida clássica (a dívida estruturada e as obrigações de caixa mantiveram, face a 2009, o peso relativo no montante total emitido). De entre as entidades habilitadas a proceder a este tipo de emissão (instituições de crédito com fundos próprios não inferiores a 7,5 milhões de euros e com autorização para conceder créditos hipotecários), foram várias as que manifestaram a preferência pelas *covered bonds* como uma das vias para captar recursos. Na banca nacional, 7 instituições recorreram a estas emissões.

Gráfico 39 - Emissões de Obrigações por Tipo



Fonte: CMVM.

Atentas as necessidades de liquidez das instituições financeiras nacionais, as operações de titularização através das sociedades de titularização de créditos (STC) e consequentemente a emissão de obrigações titularizadas ganharam uma substancial importância, assumindo um peso de 34% no montante global da dívida privada emitida. As 6 maiores instituições financeiras nacionais procederam à titularização de carteiras de créditos, na sua maioria créditos hipotecários e créditos a PME, cedendo-os às STC (*Gamma*, *Sagres* e *Tagus*). Estas, por sua vez, financiaram a aquisição destes créditos através da emissão de obrigações titularizadas. As obrigações titularizadas são, na sua maioria, compostas por várias *tranches* subordinadas entre si, sendo que à tranche mais sénior de cada emissão foi atribuída a notação de *rating* mais elevada (AAA). A obtenção da notação máxima na *tranche* mais sénior é, aliás, uma condição da própria emissão, que é efectuada com o propósito de que essa tranche cumpra os critérios de elegibilidade do Eurosistema para efeito de prestação de garantias (colateral) em operações de obtenção de financiamento por parte de instituições financeiras junto do BCE.

As obrigações perpétuas (com juros condicionados) mantiveram o peso do ano anterior. Três instituições financeiras recorreram a esta forma de financiamento e reforçaram os respectivos rácios de solvabilidade. A denominada dívida estruturada, cujo capital e/ou juro é indexado ao comportamento de outro activo subjacente, reduziu ligeiramente o seu peso relativamente ao ano anterior (de 14% em 2009 para 12% em 2010).

A contribuição das emissões de não residentes manteve-se pouco relevante, quer relativamente ao montante global emitido (1,5%), quer relativamente ao subconjunto das ofertas públicas (cerca de 7%).

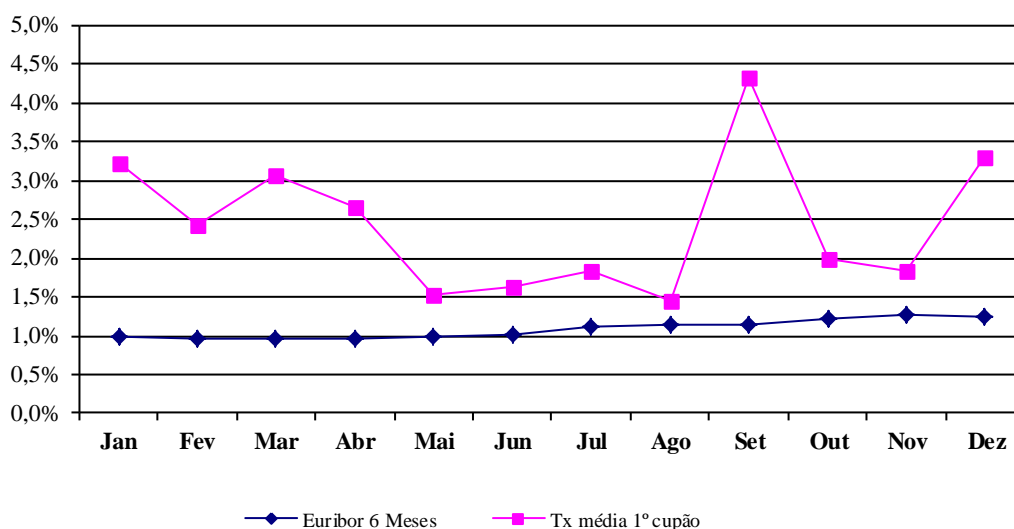


CMVM

A figura do passaporte europeu do prospecto manteve o peso no valor global emitido alcançado no ano de 2009 (na ordem dos 20%) mas, se for tido em consideração o universo das ofertas públicas realizadas em Portugal, esta figura ganha um destaque assinalável uma vez que atinge um peso de cerca de 93% daquelas ofertas. Além das emitentes não residentes, foram várias as instituições financeiras nacionais que recorreram a prospectos de emissão de dívida aprovados por autoridades congéneres europeias.

No que respeita à distribuição da dívida por sector de actividade, manteve-se a relevância do sector financeiro, que foi responsável por mais de 80% do montante global emitido. Este valor não surpreende dadas as necessidades de financiamento por que o sector bancário português passou em 2010 e a que já se fez referência neste relatório. É ainda de realçar o papel do sector empresarial do Estado, com um peso de 10% do total emitido. No sector privado, os sectores energético, rodoviário e das telecomunicações foram os mais relevantes.

Gráfico 40 - Taxa Média Ponderada do 1º Cupão e Euribor a 6 meses



Fonte: Reuters (Cálculos CMVM).

A Euribor a 6 meses manteve nos primeiros três meses a tendência decrescente verificada no ano anterior, tendo a 30 de Março registado novo mínimo histórico: 0,944%. A partir de Abril, esta taxa de juro do mercado interbancário inverteu o movimento de descida, tendo atingido em Novembro de 2010 um máximo anual de 1,276%. O aumento das dificuldades de financiamento do sector financeiro e da incerteza provocada pela crise da dívida soberana em vários países terão justificado esta inversão da tendência.



CMVM

A taxa de juro média ponderada anual do 1º cupão sofreu uma ligeira quebra relativamente ao ano anterior, sendo bastante influenciada ao longo do ano pelo tipo de dívida emitida. Para os valores máximos do *spread* entre a taxa de mercado e as taxas médias ponderadas do 1º cupão em muito contribuíram as emissões do sector empresarial do Estado (cujos *spreads* atingiram os 3,6%) e as emissões de obrigações perpétuas com juros condicionados efectuadas por algumas instituições financeiras (cujos *spreads* variaram entre os 4% e os 7%).

As obrigações titularizadas proporcionaram valores bastante reduzidos para o referido *spread*. Estas emissões foram realizadas com *spreads* entre 0,2% e 2,5% face à taxa de juro de mercado. As obrigações hipotecárias tiveram *spreads* entre os 0,6% e os 3%.

2.3.3 Dívida Pública

A emissão de dívida directa por parte do Estado Português, através da emissão de Obrigações dos Tesouro com taxa fixa, atingiu o valor de 21.714 milhões de euros, traduzindo um aumento de 39% relativamente ao montante colocado no ano transacto. Os valores mobiliários representativos das séries de Obrigações dos Tesouro estão admitidos à negociação no Mercado Especial da Dívida Pública (MEDIP). O aumento dos montantes colocados ajuda a explicar o aumento da capitalização bolsista de obrigações que se verificou no final do ano (a capitalização bolsista de obrigações de dívida pública quase duplicou em relação ao final de 2009).

Quadro 18 - Montantes Colocados de Dívida Pública

Unidade: 10⁶ Euro

Meses	Valor		
	2008	2009	2010
Janeiro	0	0	1.000
Fevereiro	3.000	770	3.000
Março	0	4.000	2.003
Abril	1.080	1.000	2.000
Maio	460	835	2.116
Junho	3.000	4.347	2.704
Julho	2.177	1.765	1.680
Agosto	855	1.000	2.669
Setembro	868	0	2.075
Outubro	0	811	0
Novembro	1.616	1.067	2.467
Dezembro	325	0	0
TOTAL	13.382	15.595	21.714

Fonte: IGCP.



CMVM

As emissões foram distribuídas ao longo dos 12 meses do ano, com excepção dos meses de Outubro e Dezembro. O horizonte temporal dos 10 anos manteve a preponderância em termos de representatividade manifestada em anos anteriores com um peso de 36% do montante total das emissões. É de notar a ausência de maturidades mais longas, tendo o prazo máximo de emissão sido de 13 anos. Em Fevereiro verificou-se a abertura de uma nova série, com maturidade a 10 anos.

Quadro 19 – Maturidades e Taxas Ponderadas das Obrigações do Tesouro

Taxa Fixa	2008				2009				2010			
	Valor	%	Tx. de Cupão (%)	Taxa Média Ponderada das Colocações (%)	Valor	%	Tx. de Cupão (%)	Taxa Média Ponderada das Colocações (%)	Valor	%	Tx. de Cupão (%)	Taxa Média Ponderada das Colocações (%)
2 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	1.682	7,8	5,000	2,468
3 anos	-	-	-	-	1.000	6,4	5,000	2,708	1.578	7,3	5,450	3,835
4 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	1.802	8,3	3,600	4,075
5 anos	1.116	8,3	5,450	3,862	5.317	34,1	3,600	3,353	3.023	13,9	3,350	3,935
6 anos	1.000	7,5	4,375	4,959	770	4,9	3,350	3,834	1.185	5,5	4,200	5,209
8 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	614	2,8	4,450	5,137
9 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	803	3,7	4,750	5,304
10 anos	6.273	46,9	4,450	4,597	6.862	44,0	4,750	4,596	7.903	36,4	4,800	5,034
11 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	1.424	6,6	3,850	4,720
13 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	1.700	7,8	4,950	4,811
14 anos	-	-	-	-	835	5,4	4,950	4,534	-	-	-	-
15 anos	4.693	35,1	4,950	4,853	-	-	-	-	-	-	-	-
16 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
28 anos	-	-	-	-	811	5,2	4,100	4,598	-	-	-	-
29 anos	300	2,2	4,100	4,802	-	-	-	-	-	-	-	-
30 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	13.382	100			15.595	100			21.714	100		

Fonte: IGCP

As emissões de Obrigações dos Tesouro que tiveram lugar em 2010 concentraram-se em prazos mais curtos do que nos anos precedentes. Do valor total das emissões de 2010, apenas 51% foi efectuado com prazos iguais ou superiores a 10 anos, contra 55% em 2009 e 84% em 2008. O progressivo aumento das emissões em prazos mais curtos por oposição a prazos mais longos denota menor estabilidade do financiamento e um aumento no risco de refinanciamento da República. Outro dado que merece reflexão é o facto de a taxa média ponderada das emissões realizadas em 2010 ter sido superior à do ano de 2009 para todos os prazos para os quais foi emitida dívida também em 2009, o que reflecte um aumento generalizado do custo de acesso ao crédito por parte do emitente Estado. No seu conjunto, os dados espelham os desafios que a República enfrentou em 2010 para satisfazer as suas necessidades de financiamento.

De acordo com o IGCP, a duração modificada das emissões de Obrigações dos Tesouro (com referência a 31 de Dezembro) atingiu os 6,3 anos, reflectindo uma inflexão relativamente ao decréscimo verificado em anos anteriores (3,8 e 3,5 anos em 2008 e 2009, respectivamente). O aumento da duração apesar de, como referido, as emissões de Obrigações dos Tesouro em 2010 terem prazos mais curtos do que nos anos precedentes reflecte o facto de grande parte da dívida emitida neste ano se ter destinado a amortizar dívida que entretanto se venceu. Este aumento da sensibilidade do valor de mercado da dívida a variações nas *yields* reflecte também as difíceis condições de financiamento com que o Estado português foi confrontado em 2010.



CMVM

2.4 O MERCADO SECUNDÁRIO

2.4.1 Mercado a Contado

2.4.1.1 Capitalização Bolsista

A capitalização bolsista dos instrumentos financeiros admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* diminuiu 5% face a 2009. Esta queda foi motivada por dois efeitos de sentido contrário. Assim, o aumento da capitalização bolsista da dívida pública não foi suficiente para compensar a diminuição da capitalização bolsista de acções, em particular a de acções de empresas não incluídas no índice PSI20 (as de menor dimensão e liquidez e as de direito estrangeiro com excepção da EDP Renováveis). A capitalização bolsista de acções representa cerca de dois terços da capitalização total do mercado.

O ano de 2010 marca o ressurgimento de dois tipos de instrumentos financeiros no leque de instrumentos disponíveis para negociação pelos investidores – os certificados e os ETF. Os certificados são instrumentos financeiros complexos que foram emitidos e comercializados pelos intermediários financeiros junto de investidores não institucionais, e cujos documentos informativos previam a subsequente admissão ao mercado. Durante o ano foram emitidos 87 certificados e no final do ano estavam admitidos 86 certificados, dos quais 66 certificados estruturados. Os ETF surgem como resultado da emissão patrocinada por uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário nacional.

Quadro 20 – Capitalização Bolsista

Unidade: 10⁶ Euro

	2008		2009		2010		Δ % (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
Obrigações	41.065,3	26,5	31.432,6	15,4	57.426,2	29,6	82,7
Dívida Pública	36.965,7	23,8	26.753,1	13,1	52.942,7	27,3	97,9
O. Fundos Públicos e Equip.	44,7	0,0	23,0	0,0	35,6	0,0	54,6
Diversas	4.054,9	2,6	4.656,4	2,3	4.447,9	2,3	-4,5
Acções	113.573,3	73,2	172.431,1	84,4	135.383,0	69,8	-21,5
PSI 20	45.117,6	29,9	62.814,1	30,8	58.252,4	30,0	-7,3
Outras	68.455,7	43,3	109.617,0	53,7	77.130,6	39,7	-29,6
TP e UP	221,2	0,1	164,4	0,1	217,0	0,1	32,0
Direitos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Warrants	284,2	0,2	195,4	0,1	151,2	0,1	-22,6
Certificados	67,0	0,0	0,0	0,0	887,7	0,5	-
Convertíveis	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
ETF	2,1	0,0	0,0	0,0	25,9	0,0	-
TOTAL	155.213,4	100,0	204.223,5	100,0	194.091,1	100,0	-5,0
<i>Euronext Lisbon</i>	153.515,7	98,9	202.402,8	99,1	191.666,7	98,8	-5,3
Mercado sem Cotações	49,5	0,0	0,0	-	-	-	-
<i>EasyNext Lisbon</i>	1.648,3	1,1	1.820,7	0,9	2.424,3	1,2	33,2

Fonte: Euronext Lisbon.

Nota: Inclui a capitalização bolsista de emitentes de direito estrangeiro.



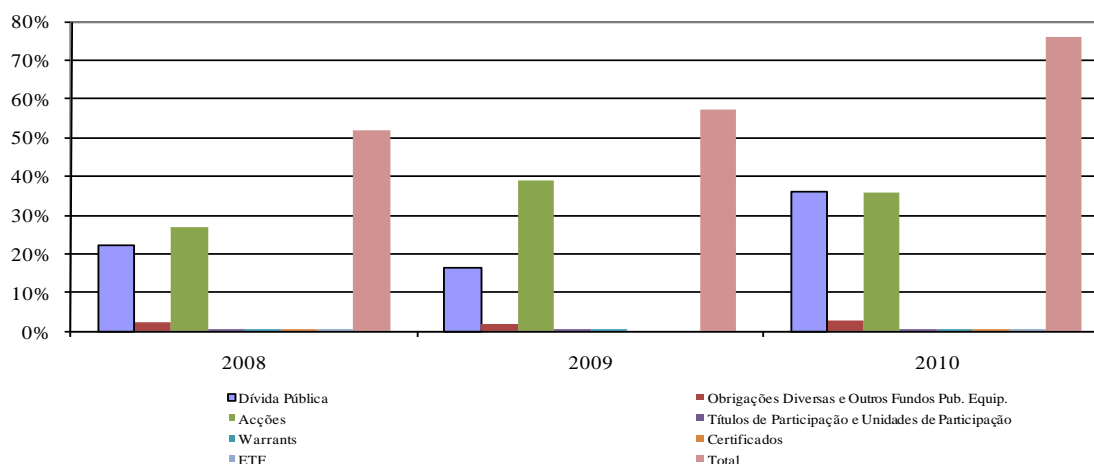
CMVM

Considerando todos os instrumentos financeiros admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* em 2010, constata-se que o peso da capitalização bolsista no PIB nacional aumentou 18,6 p.p. face a 2009, situando-se em 76,0% do produto (não considerando os emitentes de direito estrangeiro, com excepção da EDP Renováveis). Este aumento foi devido ao crescimento da capitalização bolsista da dívida pública nacional, que reflecte a emissão, com posterior admissão à negociação em mercado regulamentado de OT.³⁸

A capitalização bolsista das acções de emitentes nacionais diminuiu cerca de 7%, ou seja, praticamente em linha com a desvalorização do índice PSI20. Recorde-se que a emissão de novas acções foi muito reduzida durante o ano e não permitiu amortecer a quebra das cotações verificada.

Os segmentos de acções nacionais e de dívida pública representaram em 2010 cerca de 95% da capitalização bolsista da *Euronext Lisbon* (desconsiderando, como se referiu, os emitentes de direito estrangeiro com excepção da EDP Renováveis). Por sua vez, as obrigações privadas e os outros fundos públicos ou equiparados representaram 3,5% da capitalização bolsista. Os restantes 1,5% encontravam-se dispersos por outros instrumentos financeiros.

Gráfico 41 – Peso da Capitalização Bolsista no PIB



Fontes: *Euronext Lisbon* (capitalização bolsista) e INE (PIB).

Nota: Exclui a capitalização bolsista de emitentes de direito estrangeiro, com excepção da EDP Renováveis.

³⁸ Uma parte significativa do aumento da capitalização bolsista de dívida pública está associada à reduzida frequência de transacções deste tipo de dívida em mercado secundário. Não são incluídas na capitalização bolsista da dívida pública as séries de obrigações do Tesouro cuja última transacção ocorreu há mais de seis meses. No final de Dezembro de 2009 apenas 4 das 14 séries admitidas à negociação eram elegíveis para o cálculo da capitalização bolsista, número que subiu para 7 em Dezembro de 2010, o que contribuiu para o aumento da capitalização bolsista.



CMVM

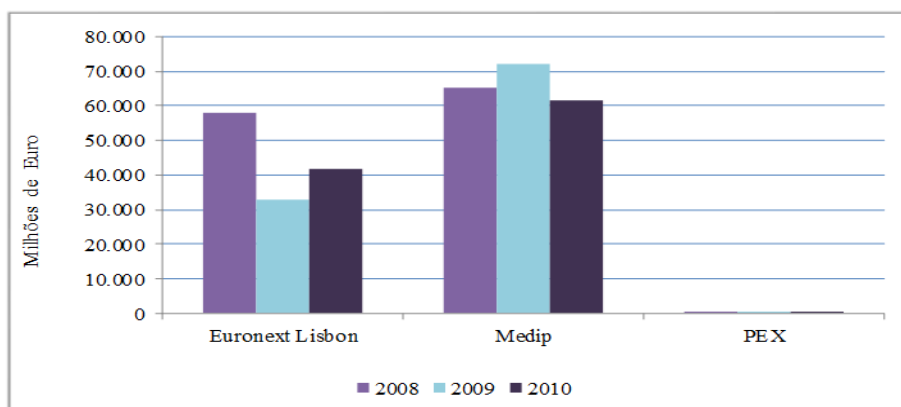
2.4.1.2 Negociação

A negociação a contado de instrumentos financeiros admitidos em mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral nacionais opera-se em três plataformas que gerem quatro mercados de negociação do mercado secundário: dois mercados regulamentados e dois sistemas de negociação multilateral. Os mercados regulamentados são o MEDIP gerido pela MTS Portugal e a *Euronext Lisbon* gerido pela *NyseEuronext*. Os sistemas de negociação multilateral são o PEX e o *Easynext Lisbon* gerido pela *NyseEuronext*.

A negociação daqueles instrumentos manteve a tendência de queda registada em 2009, ainda que atenuada. O valor global transaccionado nestes mercados secundários diminuiu 1,6% em 2010, quando em 2009 tinha registado uma queda de 14,9%. Para esta queda contribuiu significativamente a diminuição do valor transaccionado no MEDIP (-14,7%). Este decréscimo foi parcialmente compensado pelo aumento do valor transaccionado nos mercados geridos pela *Euronext Lisbon*. No que diz respeito à actividade do mercado PEX, que representa apenas 0,33% do total negociado nos mercados secundários supervisionados pela CMVM, o valor transaccionado registou uma nova quebra (-18,6%) após a diminuição de 28,8% registada no ano precedente.

O aumento do valor transaccionado na *Euronext Lisbon* ocorreu num contexto de descida das cotações, pelo que foi essencialmente originado por um aumento das quantidades transaccionadas, em particular as relativas às empresas de maior dimensão e liquidez. No MEDIP, a diminuição do valor transaccionado está associada à acrescida dificuldade de transaccionar dívida pública num contexto de crise da dívida soberana de alguns países, incluindo Portugal, com as *yields* implícitas das Obrigações dos Tesouro a atingir valores elevados associados a fortes diminuições dos preços, apesar de as novas emissões de Obrigações dos Tesouro terem crescido em relação ao ano anterior.

Gráfico 42 – Valor das Transacções nos Mercados Secundários



Fonte: *Euronext Lisbon*, MTS Portugal e OPEX.



CMVM

Como consequência da entrada em vigor da DMIF em 1 de Novembro de 2007, as acções de empresas nacionais tornaram-se passíveis de ser transaccionadas nos SNM (ver Caixa 2). Seguindo a tendência dos últimos anos, ocorreu um aumento assinalável da negociação de acções nacionais nestes SNM. As acções de empresas nacionais, essencialmente as que integram o PSI20, foram objecto de negociação num leque variado de SNM, dos quais se destacam o *Chi-X Europe*, o *Turquoise* e o *Bats Trading*. Em 2010 o valor transaccionado nestes três SNM sobre acções constituintes do PSI20 representou 7,85% do valor total transaccionado no mercado regulamentado gerido pela *Euronext Lisbon* sobre as mesmas acções.³⁹ O *Chi-X Europe* foi o SNM onde mais se negociaram acções do PSI20 (cerca de 4,4% do total transaccionado na *Euronext Lisbon*). A acção com maior valor transaccionado neste SNM foi a EDP Renováveis, seguida pelo BES e pela BRISA.

Quadro 21 – Transacções de Valores Mobiliários em Mercados Secundários

Unidade: 10⁶ Euro

Segmentos	2008		2009		2010	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
<i>Euronext Lisbon</i>						
010 – Obrigações	658,5	0,5	394,9	0,4	583,1	0,6
020 – Acções	54.894,6	44,3	31.789,9	30,1	40.697,1	39,2
030 - Títulos de Participação	1,6	0,0	0,2	0,0	2,6	0,0
040 - Unidades de Participação	0,3	0,0	0,8	0,0	0,9	0,0
050 - Direitos	368,4	0,3	128,6	0,1	0,1	0,0
060 - Warrants	1.695,3	1,4	603,8	0,6	242,6	0,2
070 - Certificados	5,9	0,0	0,1	0,0	26,7	0,0
080 - Convertíveis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
090 - ETF	0,1	0,0	0,0	0,0	23,9	0,0
1.Subtotal Sessões Normais	57.624,7	46,5	32.918,3	31,2	41.577,0	40,0
2.Transacções em Sessões Especiais ^(*)	378,2	0,3	13,8	0,0	374,3	0,4
3.Subtotal incluindo Sessões Especiais (1) + (2)	58.002,9	46,8	32.932,1	31,2	41.951,3	40,4
4. MEDIP (Dívida Pública)	65.425,5	52,7	72.241,0	68,4	61.607,0	59,3
5. PEX	588,5	0,5	418,8	0,4	340,8	0,3
7.Total Mercado Secundário -VC (3)+(4)+(5)	124.016,9	100,0	105.591,8	100,0	103.899,1	100,0

Fonte: *Euronext Lisbon*, MTS-Portugal e OPEX.

Legenda: ^(*) Não inclui as operações da Sociedade Cabo-Verdiana de Tabacos, SA.

³⁹ Fonte: *Bloomberg*.



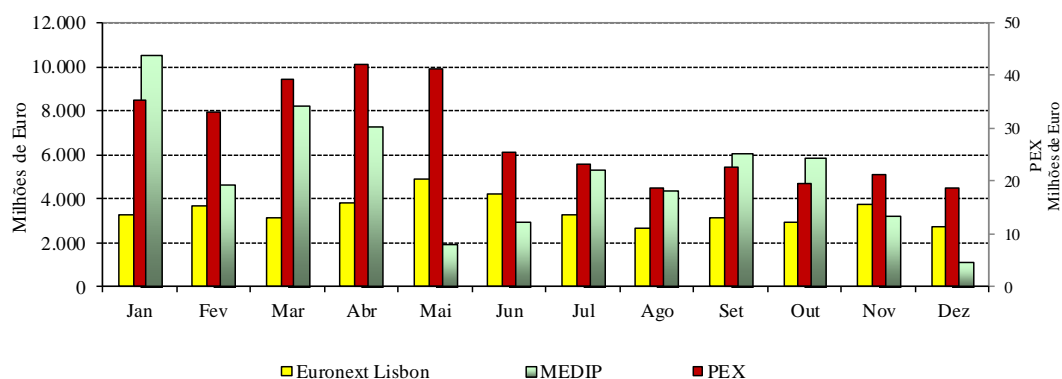
CMVM

O aumento da concorrência entre plataformas de negociação na União Europeia, que a entrada em vigor da DMIF veio fomentar, é um fenómeno real a que Portugal não está de todo imune. Pela sua importância, os efeitos deste enquadramento regulamentar no mercado português da negociação de instrumentos financeiros são analisados em detalhe no Capítulo 1.

A evolução mensal do valor transaccionado nos mercados secundários no segundo semestre contribuiu de forma particular para a diminuição do valor global durante o ano. Na *Euronext Lisbon* a queda do valor transaccionado no segundo semestre ascendeu a 19,7%, ao passo que no MEDIP atingiu 27,0% e no PEX 42,5%.

O mês de Janeiro registou o maior valor transaccionado nos mercados secundários e o último mês do ano registou o menor valor, devido, sobretudo, à queda acentuada do valor transaccionado em títulos de dívida pública no MEDIP. No final do ano os títulos de dívida pública nacional, bem como os de outros países da Zona Euro afectados pela crise de dívida soberana, registaram mínimos históricos, pelo que, a um efeito de quantidade se juntou igualmente um efeito preço na explicação da evolução dos valores transaccionados.

Gráfico 43 – Evolução Mensal do Valor das Transacções nos Mercados Secundários - 2010



Fontes: Euronext Lisbon, MTS Portugal e OPEX.

2.4.1.2.1 Euronext Lisbon

O valor transaccionado no principal mercado da *Euronext Lisbon* (41.091,9 milhões de euros) cresceu 27,5%. Este valor representou 98% do valor global das transacções na *Euronext Lisbon*, tendo-se mantido a preponderância deste mercado no conjunto da *Euronext Lisbon*, à semelhança do sucedido em 2009.



CMVM

Quadro 22 - Valor das Transacções na Euronext Lisbon

Unidade: 10⁶ Euro

Segmentos	2008		2009		2010	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
<i>Eurolist by Euronext Lisbon</i>	55.861,4	96,3	32.223,7	97,8	41.091,9	98,0
Sessões Especiais de Bolsa ⁽¹⁾	378,2	0,7	13,8	0,0	374,3	0,9
Total Mercado Regulamentado	56.239,6	97,0	32.237,5	97,9	41.466,2	98,8
Mercado Sem Cotações ⁽²⁾	0,6	0,0	0,5	0,0	-	-
<i>EasyNext Lisbon</i>	1.762,7	3,0	694,1	2,1	485,1	1,2
Total Mercado Não Regulamentado	1.763,3	3,0	694,6	2,1	485,1	1,2
Total Geral	58.002,9	100,0	32.932,1	100,0	41.951,3	100,0

Fonte: Euronext Lisbon.

Legenda: (1) Não inclui operações da Sociedade Cabo-Verdiana de Tabacos, SA; (2) O Mercado sem Cotações passou a ser um segmento do *EasyNext Lisbon* em 01-10-2009.

O sector da banca manteve-se como o principal responsável pela capitalização bolsista da *Euronext Lisbon*, seguido pelo sector das indústrias petrolíferas e de gás. Já no que diz respeito aos montantes transaccionados de acções, este último sector deixou de representar a maior proporção do valor transaccionado neste mercado regulamentado, fixando-se o seu peso em 2010 em 20,4%. O valor transaccionado no sector das telecomunicações fixas correspondeu a 26,2% do total. O crescimento do peso do valor transaccionado neste sector (duplicou em 2010 quando comparado com o ano anterior) deve-se ao facto de se ter verificado um incremento significativo nas transacções em acções da Portugal Telecom em consequência de movimentações accionistas relacionadas com a venda de uma participação financeira numa empresa.

Contrariamente ao sucedido em 2009, a concentração sectorial do valor das transacções aumentou e, ao invés, a concentração da capitalização bolsista diminuiu. Na quota de mercado do valor transaccionado, o coeficiente CR5 (quota de mercado dos 5 maiores) aumentou de 75,7% para 83,7% e o índice HHI (Índice de *Herfindahl-Hirschman*)⁴⁰ subiu dos 1.293,6 pontos para os 1628,6 pontos. Em termos de quota de mercado da capitalização bolsista, apesar de o CR5 ter aumentado ligeiramente (de 85,1% para 85,8%), o HHI passou de 4.536,7 pontos para 3.769,6 pontos.

⁴⁰ O índice HHI é obtido através da soma do quadrado das quotas de mercado das empresas de um dado sector. Este índice varia teoricamente entre um valor próximo de 0 e 10.000. Em geral, aceita-se que um valor inferior a 1.000 representa um mercado não concentrado, entre 1.000 e 1.800 um mercado moderadamente concentrado, e um valor superior a 1.800 um mercado fortemente concentrado.



CMVM

As quantidades transaccionadas de acções no mercado principal da *Euronext Lisbon* aumentaram essencialmente em função do incremento da negociação nas 20 acções mais líquidas deste mercado. Este aumento potenciou significativamente o valor transaccionado nestes títulos, o qual registou um crescimento de 32,4%, ao passo que a quantidade transaccionada aumentou 19,2%. Esta situação deveu-se, sobretudo, ao facto de em 2010 se ter verificado um aumento do preço médio transaccionado em algumas das acções mais líquidas, de que são exemplo a Portugal Telecom e a Galp Energia. No primeiro caso o preço médio subiu 25,5% ao passo que na petrolífera o preço médio subiu 24,4%.

Quadro 23 - Indicadores da Evolução da Liquidez das Acções Admitidas na *Euronext Lisbon*

	2008	2009	2010	Δ (2009-10)
20 Acções mais Transaccionadas				
Quantidade	16.724.230.625	12.562.445.385	14.971.579.101	19,2%
Valor (<i>milhões de Euro</i>)	52.461	30.233	40.028	32,4%
Quota (Quantidade)	95,3%	94,9%	95,9%	1,1 p.p.
Quota (Valor)	95,6%	95,1%	98,4%	3,3 p.p.
Turnover Médio ⁽¹⁾	105,1%	70,8%	55,9%	-14,9 p.p.
Frequência Média de Negociação ⁽²⁾	99,9%	100,0%	100,0%	0 p.p.
Restantes Acções Admitidas no <i>Eurolist by Euronext Lisbon</i>				
Quantidade	832.196.486	681.440.566	637.040.942	-6,5%
Valor (<i>milhões de Euro</i>)	2.433	1.558	670	-57,0%
Quota (Quantidade)	4,7%	5,1%	4,1%	-1,1 p.p.
Quota (Valor)	4,4%	4,9%	1,6%	-3,3 p.p.
Turnover Médio ⁽¹⁾	20,3%	15,4%	8,0%	-7,4 p.p.
Frequência Média de Negociação ⁽²⁾	71,8%	67,9%	47,1%	-20,8 p.p.

Fonte: *Euronext Lisbon* (cálculos CMVM).

Legenda: ⁽¹⁾ O Turnover Médio é a média simples do turnover do conjunto de acções a que se refere; o turnover é o rácio entre a quantidade transaccionada e a quantidade admitida no período em análise; ⁽²⁾ A “Frequência Média de Negociação” é a média simples da “frequência de negociação” do conjunto de acções a que se refere; a “frequência de negociação” é o rácio entre o número de sessões em que a acção negociou e o número de sessões em que esteve admitida à negociação.

Nas vinte acções mais negociadas o turnover médio caiu para 55,9%, o que significa que, em média, as acções com maior liquidez negociaram uma quantidade de acções significativamente inferior à quantidade admitida. Tendo em conta estes resultados e sabendo que o valor e a quantidade de acções transaccionadas subiram durante o mesmo período é possível concluir que o aumento de liquidez se verificou de forma substancial num conjunto reduzido de acções ao passo que na maioria das acções se verificou uma redução de liquidez. Quando



CMVM

analisada a liquidez por sector, destaca-se o aumento significativo do valor das transacções em alguns dos sectores com maior capitalização bolsista e uma redução generalizada do valor transaccionado em sectores com menor capitalização. Não obstante, estes títulos foram negociados em todas as sessões em que estiveram admitidos à negociação.

A frequência média de negociação das acções menos líquidas manteve a tendência de diminuição, atingindo um valor (47,1%) que é o mais reduzido desde 2000. Aquele valor significa que, em 2010, as acções menos líquidas admitidas ao mercado principal da *Euronext Lisbon* apenas se transaccionaram, em média, em menos de uma em cada duas sessões de bolsa.

Ao contrário do verificado em 2009, o índice *turnover*⁴¹ no segmento accionista aumentou 5,7 p.p. relativamente ao ano anterior e alcançou valores próximos dos verificados em 2008. Esta recuperação do índice *turnover* poderá reflectir uma inversão da tendência de queda da liquidez do mercado accionista verificada durante a crise financeira. O índice *turnover* no segmento de *warrants* caiu novamente de forma significativa. Esta redução é justificada em grande medida pela diminuição do valor transaccionado neste segmento do mercado. O *turnover* no segmento de dívida pública manteve-se muito reduzido, apesar do aumento registado. As transacções deste tipo de dívida continuaram a ser pouco frequentes, podendo afirmar-se que não existe um verdadeiro mercado secundário de retalho para a dívida pública.

Quadro 24 - Turnover por Segmentos de Mercado

	2008	2009	2010	Δ (2008-09)	Δ (2009-10)
Dívida Pública	0,04%	0,01%	0,06%	-0,027 p.p.	0,051 p.p.
Obrigações Diversas	15,87%	0,93%	0,93%	-14,9 p.p.	0 p.p.
Acções	48,33%	42,01%	47,69%	-6,3 p.p.	5,7 p.p.
Títulos de Participação	5,71%	0,71%	9,40%	-5 p.p.	8,7 p.p.
Unidades de Participação	0,21%	0,03%	0,22%	-0,2 p.p.	0,2 p.p.
<i>Warrants</i>	596,50%	109,49%	60,20%	-487 p.p.	-49,3 p.p.
Certificados	8,84%	0,22%	1,79%	-8,6 p.p.	1,6 p.p.
Convertíveis	6,36%	-	-	-	-
ETF's	2,39%	0,25%	101,97%	-2,1 p.p.	101,7 p.p.

Fonte: *Euronext Lisbon* (cálculos CMVM).

⁴¹ Rácio entre o valor transaccionado em bolsa em todo o ano e a capitalização bolsista apurada no final do ano.



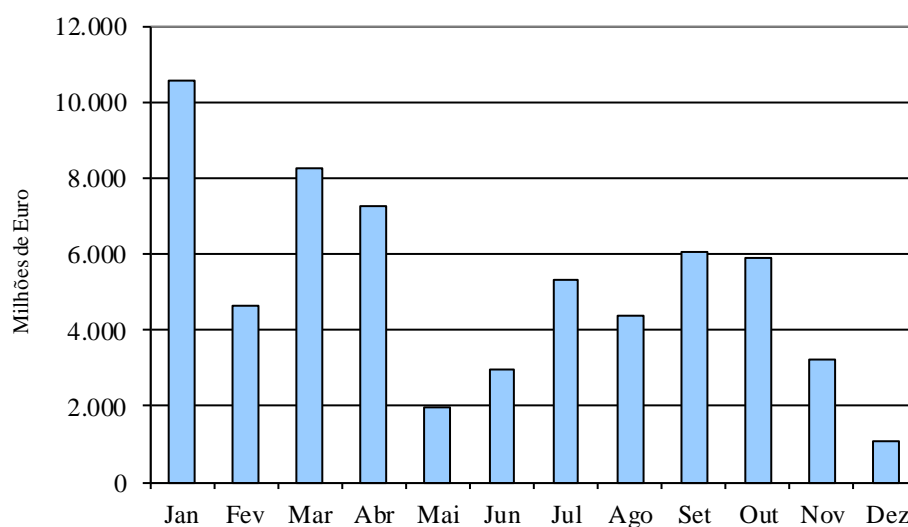
CMVM

É de realçar pela positiva o *turnover* no segmento de ETF, que ultrapassou os 100%, apesar da reduzida base, em resultado da dinamização deste segmento de mercado por parte da respectiva entidade gestora. No final de 2009 não existiam quaisquer instrumentos financeiros desta natureza admitidos na *Euronext* mas no final de 2010 existiam três ETF admitidos à negociação.

2.4.1.2.2 MEDIP

O montante negociado no MEDIP diminuiu 14,7% em resultado da redução significativa da negociação de Obrigações dos Tesouro na segunda metade do ano e num período de forte pressão nos mercados secundários de dívida soberana europeus. O peso das Obrigações dos Tesouro no total transaccionado no MEDIP ascendeu a 40,9%, percentagem significativamente inferior à verificada no ano anterior (79%). A diminuição do valor transaccionado no MEDIP deveu-se ao menor valor negociado em dívida de longo prazo (-56%), uma vez que o valor transaccionado em BT subiu 143%.

Gráfico 44 - Evolução Mensal do Valor da Negociação no MEDIP



Fonte: MTS Portugal.

Porém, o comportamento assimétrico verificado entre o primeiro e o segundo semestres ocorreu quer para as OB quer para os BT. Nas Obrigações dos Tesouro, a um valor médio mensal de 2.443 milhões de euros registado no primeiro semestre, sucedeu no semestre seguinte um montante de transacções médio mensal de 1.755 milhões de euros. Nos BT, em idênticos períodos, os valores situaram-se em 3.493 e 2.576 milhões de euros, respectivamente.



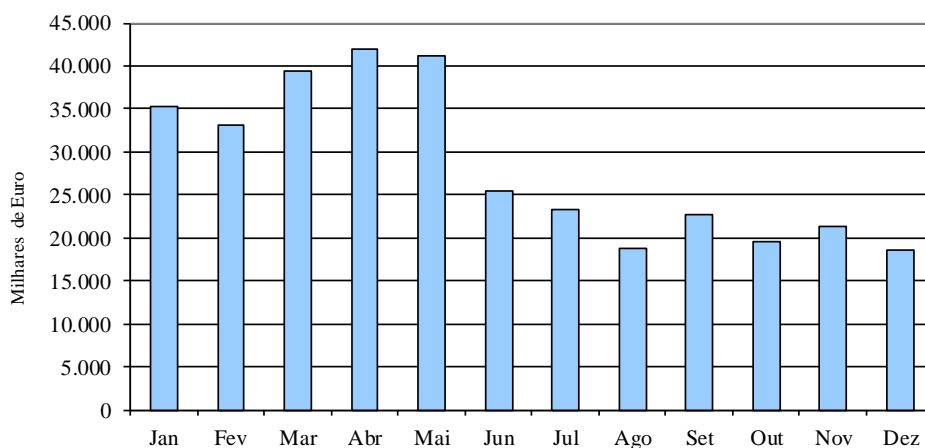
CMVM

Os meses de Maio e Dezembro de 2010 registaram os mínimos do ano em termos de liquidez no mercado especial de dívida pública. Esta fraca liquidez observou-se na sequência dos pedidos de ajuda externa por parte da Grécia e da Irlanda em finais de Abril e Novembro, respectivamente. Todas as Obrigações dos Tesouro admitidas ao MEDIP foram também objecto de negociação em sistemas de negociação multilateral estrangeiros, nomeadamente no BGC Brokers LP, ICAP *Brokertec Platform*, *Eurotlx*, *Frankfurter Wertpapierboerse Freiverkehr*, *Marketaxess Europe* e *Tradition CDS*.

2.4.1.2.3 PEX

No PEX o valor negociado reduziu-se em 2010 (-18,6%), embora com uma intensidade menor do que no ano anterior. O PEX registou uma redução substancial do valor transaccionado durante o segundo semestre. Os certificados representaram cerca de 59,7% do valor total transaccionado, seguidos dos *turbo warrants* (17,8%). A negociação de obrigações de caixa e de fundos de investimento foram o terceiro e quarto tipo de instrumentos financeiros mais importantes em termos de peso no valor negociado (10,5% e 9,7%, respectivamente).

Gráfico 45 – Evolução Mensal do Valor da Negociação no PEX



Fonte: OPEX.

2.4.1.2.4 Admissões e Exclusões da Negociação em Bolsa

O número de novas emissões de valores mobiliários admitidos no mercado principal da *Euronext Lisbon* durante 2010 (407) foi bastante superior ao de 2009 (218), sobretudo devido às admissões de papel comercial (306). Verificou-se uma nova admissão de acções, a Teixeira Duarte, S.A., que veio substituir a Teixeira Duarte – Engenharia e Construções S.A., a qual foi excluída do mercado juntamente com o Finibanco SGPS e a Europac.



CMVM

O número de exclusões foi também superior ao do ano anterior, o que se deveu à maturidade curta das emissões de papel comercial.

No *EasyNext Lisbon*, mercado concebido para produtos estruturados, foram admitidos 1.329 *warrants* autónomos, 1.362 *warrants* estruturados, uma obrigação e 87 certificados. Estes números representam um crescimento global no número de admissões neste mercado de 9,8% face a 2009. Foram excluídos 2.529 *warrants* por terem atingido a data de vencimento ou por ter ocorrido o seu vencimento antecipado após terem atingido a barreira *knock-out*.

2.4.2 Mercado a Prazo

2.4.2.1 Mercado de Futuros e Opções

O valor transaccionado em futuros registou uma forte subida em relação ao ano anterior, atingindo os 970,9 milhões de euros. O aumento da liquidez no mercado de futuros deveu-se quase exclusivamente ao contrato sobre o PSI20, o qual correspondeu a cerca de 99% do total do mercado nacional de futuros (93% em 2009). No que respeita aos futuros sobre acções, encontraram-se admitidos à negociação os mesmos 13 contratos que em 2009: BPI, BCP, BES, Brisa, EDP Renováveis, EDP, Galp, Jerónimo Martins, Portugal Telecom, REN, Sonae SGPS, Sonaecom e Zon Multimédia. O futuro sobre acções nacionais mais transaccionado, quer em valor, quer em número de contratos, foi o contrato sobre acções do BCP, seguido do contrato sobre acções da Jerónimo Martins. O número de posições abertas no final do ano foi também maior no contrato de futuros sobre acções do BCP.



CMVM

Quadro 25 - Transacções em Contratos de Futuros

Contrato de Futuros	Posições Abertas (fim-ano)	Número de Negócios	Número de Contratos	Valor Transaccionado (10³ Euro)
PSI20				
2008	1.639	2.265	75.896	720.251
2009	2.085	1.579	61.225	458.070
2010	6.982	3.652	126.127	959.485
Acções				
2008	7.326	1.407	413.852	182.290
2009	19.601	497	174.214	33.346
2010	6.406	125	93.398	11.446
TOTAL				
2008	8.965	3.672	489.748	902.541
2009	21.686	2.076	235.439	491.416
2010	13.388	3.777	219.525	970.931

Fonte: Euronext Lisbon.

O número médio de contratos por negócio foi mais elevado no BCP, em virtude das acções possuírem um valor de mercado mais baixo do que as restantes. Tal como no ano transacto, em 2010 não houve opções admitidas à negociação.

2.4.2.2 Mercado de Derivados do MIBEL

No mercado de derivados do Mercado Ibérico de Electricidade (MIBEL) encontram-se admitidos à negociação vários tipos de contratos de futuros sobre electricidade: contratos de futuros SPEL Base Financeiros e Físicos, contratos de futuros SPEL Ponta Financeiros e Físicos e contratos de futuros PTEL Base Financeiros. Estes contratos estão disponíveis nas seguintes maturidades: semanal, mensal, trimestral e anual.

Os contratos de futuros SPEL Ponta encontram-se admitidos à negociação no mercado de derivados do MIBEL desde 20 de Janeiro de 2010. Estes contratos distinguem-se dos contratos SPEL Base no que respeita ao período de entrega. Os contratos Ponta têm como activo subjacente o fornecimento/recepção nacional de energia eléctrica a uma potência constante de 1MW entre as 8:00 horas e as 20:00 horas (12 horas) de todos os dias da semana (entre Segunda e Sexta-feira).



CMVM

Estiveram admitidos à negociação no mercado de derivados do MIBEL mais de três centenas e meia de contratos. Foi o caso de 154 contratos de futuros SPEL Base, 77 contratos de futuros PTEL Base e 150 contratos de futuros SPEL Ponta.

A actividade do mercado de derivados do MIBEL registou um acréscimo de cerca de 60% em termos do volume negociado em contínuo, com especial crescimento nos últimos dois trimestres do ano. A negociação em contínuo atingiu em 2010 o valor de 25.192 GWh (15.700 GWh no ano anterior).

O volume negociado em leilão diminuiu como consequência do fim das aquisições obrigatórias em leilões realizados no mercado de derivados do MIBEL. As aquisições obrigatórias nos leilões realizados no mercado de derivados do MIBEL foram estabelecidas⁴² apenas para o período de Janeiro a Julho de 2010, em relação à EDP - Serviço Universal, S.A., e em quantidades significativamente inferiores às estabelecidas no ano anterior. A negociação em leilão atingiu o valor de 593 GWh (15.738 GWh em 2009).

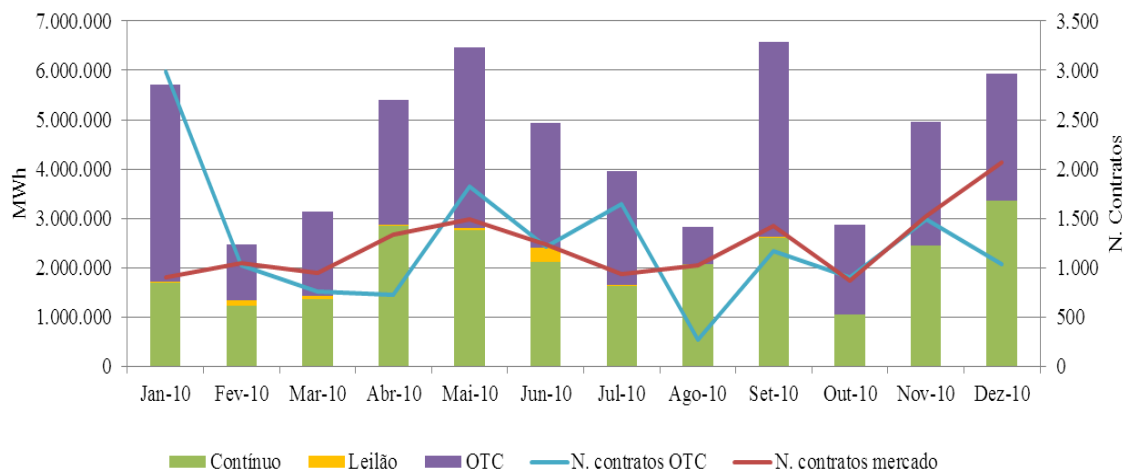
No que respeita às maturidades mais representativas negociadas em mercado, é de referir que os contratos de futuros SPEL Base com entrega mensal verificaram um aumento da actividade, visível no crescimento do número de negócios e no número de contratos transaccionados. Já no caso dos contratos de futuros SPEL Base com entrega trimestral e anual, assistiu-se a uma diminuição do número de negócios e do número de contratos negociados.

Verificou-se a negociação de contratos SPEL Ponta com entrega mensal e trimestral, sendo a negociação dos contratos com entrega mensal a mais significativa, quer em termos de número de negócios efectuados quer em termos de volume negociado. Quanto aos contratos PTEL Base, foram apenas negociados contratos com entrega trimestral.

No que diz respeito à negociação OTC de contratos de futuros registada em mercado, ocorreu um incremento substancial no registo deste tipo de operações (cerca de +47% em termos de volume de energia). Ao longo do ano foram registados 15.047 contratos de futuros negociados fora de mercado, correspondentes a 29.458 GWh.

⁴² Despacho n.º 1659/2010 e Despacho n.º 7377/2010, ambos do Director-Geral de Energia e Geologia.

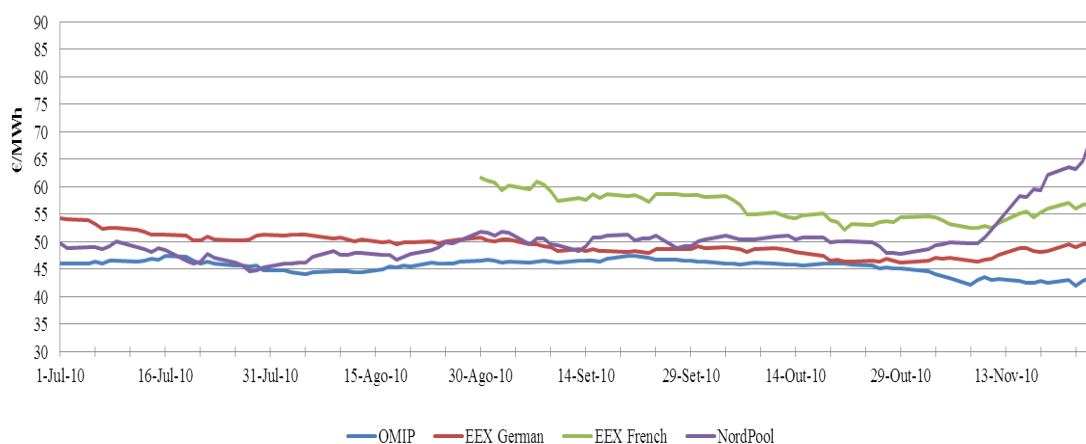
Gráfico 46 – Evolução da Negociação no Mercado a Prazo MIBEL



Fonte: OMIP

Durante o ano de 2010 foram ainda registados no mercado de derivados do MIBEL 90 contratos *swaps*, negociados bilateralmente, correspondentes a 88 GWh. Tomando por referência outros mercados internacionais de energia eléctrica similares ao mercado de derivados do MIBEL, constata-se que no OMIP o preço de referência para o contrato de futuro mensal com entrega durante o mês de Dezembro de 2010 foi inferior ao preço registado nos outros mercados (EEX e NordPool).

Gráfico 47 – Evolução da Negociação em Diversos Mercados a Prazo



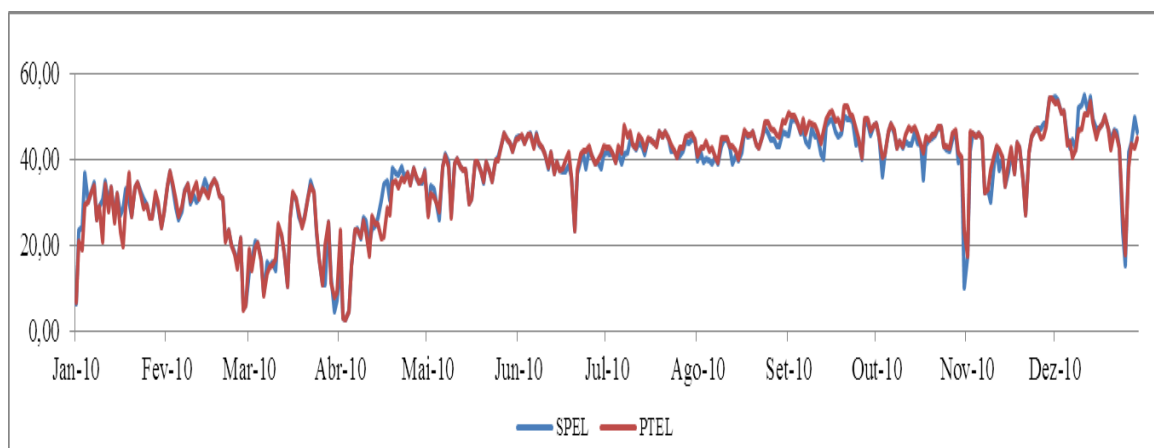
Fonte: NordPool, EEX, OMIP



CMVM

No mercado à vista de energia eléctrica existe um mecanismo de *market splitting* (separação de mercado) entre Portugal e Espanha em funcionamento desde 1 de Julho de 2007. Em 2010, a média aritmética dos preços da zona portuguesa (37,29 €/MWh) foi superior à dos preços da zona espanhola (36,95 €/MWh). O diferencial médio de preços entre Portugal e Espanha manteve a tendência de diminuição verificada no ano anterior, tendo caído 50% face à média de diferenciais de preços registada em 2009, fixando-se em 2010 em 0,34 €/MWh.

Gráfico 48 – Evolução do PTEL e do SPEL (€/MWh)



Fonte: OMEL

A zona portuguesa apresentou uma volatilidade de preços próxima da espanhola e o desvio padrão dos valores diários do índice PTEL (10,8%) foi ligeiramente superior ao do índice SPEL (10,6%). O preço da zona portuguesa foi superior ao da zona espanhola em 49,3% das sessões.

2.4.3 Sistema Centralizado de Valores Mobiliários

Encontravam-se registadas na Central de Valores Mobiliários (CVM) 3.078 emissões de valores mobiliários no final do ano, mais 15,6% do que no final do ano anterior. Dessas emissões, 35,3% correspondiam a *warrants*, 39,9% a obrigações privadas, 16,5% a acções e os restantes 8,4% a outros valores mobiliários.

A quantidade de valores mobiliários integrados na CVM atingiu 10.973.248 milhões de unidades no final do ano, mais 14,7% do que no final do ano anterior. Mais de 96,6% eram obrigações de dívida pública, 2,1% acções e apenas 1,3% respeitavam a outros valores mobiliários. As emissões de papel comercial foram integradas na Interbolsa a 5 de Dezembro de 2008, encontrando-se registadas na CVM no final do ano 54 emissões que atingiram 4.900 milhões de unidades em 2010.



CMVM

A quantidade de valores mobiliários em relação às quais ocorreram operações garantidas⁴³ e não garantidas liquidadas através do sistema de liquidação geral⁴⁴ da Interbolsa diminuiu 1,83% face a 2009, para 14.947.588 milhares de unidades. Nas operações garantidas verificaram-se variações positivas muito significativas na quantidade liquidada de Certificados, Unidades de Participação e Títulos de Participação (+138.3%, +55.616,7% e +1.164,5%, respectivamente). As operações sobre dívida pública variaram +234,3%. As operações sobre as obrigações privadas e outros fundos públicos e equiparados sofreram variações negativas superiores a 90%. Nas operações não garantidas, as obrigações privadas sofreram variação positiva de 75,5% e as acções sofreram uma variação negativa de cerca de 40%.

A quantidade de acções negociadas no mercado principal da *Euronext Lisbon* cresceu 17,9% enquanto o aumento de liquidações através da Central de Valores Mobiliários foi de 5,8% para acções garantidas, o que poderá significar um aumento da concentração de transacções nalguns membros compensadores que não necessitaram de recorrer tão intensamente a este sistema de liquidação.

O número de liquidações realizadas através do SLrt (Sistema de Liquidação *real time*) aumentou 13,9%. O Sistema de Liquidação *real time* processa operações relacionadas com a liquidação de operações de compra e venda realizadas fora de mercado.

2.4.4 Ofertas Públicas

2.4.4.1 Ofertas Públicas de Aquisição

Em 27 de Janeiro de 2010 a *CSN Cement S.àr.l.*, empresa do grupo Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), lançou uma oferta pública geral de aquisição sobre a CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS, S. A. (Cimpor) e ofereceu 5,75 euros por acção. A oferta estava condicionada à aquisição de pelo menos 50% do capital da sociedade visada mais uma acção. No anúncio preliminar, entre outras condições, e dada a pluralidade de geografias em que operava a Cimpor, a oferente condicionou a oferta às autorizações das autoridades da concorrência respectivas. Em 26 de Janeiro de 2010, previamente à divulgação do anúncio de lançamento, a

⁴³ A *LCHClearnet* define os instrumentos financeiros que entende poder garantir, resultante das operações realizadas e ou registadas, independentemente do mercado ou da plataforma de negociação onde tenha ocorrido a negociação. Os instrumentos financeiros garantidos pela *LCHClearnet* encontram-se identificados em lista divulgada via sítio na *internet* sendo a lista actualizada semanalmente. As operações identificadas como não garantidas são, diariamente, transmitidas para a CSD (Interbolsa), onde se processa o respectivo processo de liquidação.

⁴⁴ O sistema de liquidação geral processa operações relacionadas com: a) a liquidação de operações de bolsa; b) a liquidação de operações realizadas em outros mercados regulamentados; c) a liquidação de operações realizadas em mercado não regulamentado; d) a liquidação de operações realizadas fora do mercado; e e) a liquidação de transferências livres de pagamento.



CMVM

oferente esclareceu o mercado, através de aditamento ao Anúncio Preliminar divulgado ao mercado naquela data, serem as seguintes as autoridades da concorrência relevantes para efeitos da condição: a Comissão Europeia, *Rekabet Kurumu* (Autoridade da Concorrência Turca), Ministério do Comércio da República Popular da China e *South African Competition Commission*. Todavia, e tendo em conta que a CSN e a Oferente não desenvolvem qualquer actividade relevante na indústria dos cimentos (com excepção de uma pequena actividade no Brasil que representa menos de 1% de quota de mercado nesse país), a Oferente acabou por renunciar à referida condição. O pagamento da contrapartida pela oferta em Portugal foi assegurado através de um *undertaking to pay*, ou seja, um compromisso de pagamento assumido por um sindicato bancário integrado pelo Banco Itaú BBA S.A., pelo Banco Bradesco, S.A. e pelo Banco do Brasil, S.A.. A oferta foi considerada hostil pelo Conselho de Administração da Cimpor. Em 16 de Fevereiro de 2010, a contrapartida foi aumentada pela oferente para 6,18 euros por acção. A oferta acabou por não ter sucesso visto que foram apresentadas ordens de venda relativas a apenas 8,56% do capital da sociedade visada.

Em 17 de Dezembro de 2009 a Teixeira Duarte, S.A. anunciou a sua intenção de lançar uma oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções representativas do capital social da Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, S.A., tendo sido fixada uma contrapartida na proporção de uma acção da oferente, no valor nominal de um euro, por cada acção da sociedade visada, no valor nominal de cinquenta cêntimos de euro, destinando-se as acções da oferente, designadamente as acções a emitir como contrapartida, a ser admitidas à negociação no mercado regulamentado da *Euronext Lisbon*.

A oferta foi condicionada à emissão, até ao seu termo, de decisão favorável da *Euronext Lisbon* quanto à admissão à negociação das acções da oferente no mercado regulamentado da *Euronext Lisbon*. No anúncio preliminar a oferente informou a intenção de, em caso de sucesso da oferta e de estarem reunidas as condições legais, recorrer à perda de qualidade de sociedade aberta ou ao mecanismo de aquisição potestativa do capital remanescente e excluir as acções da visada da negociação em mercado regulamentado. Em 19 de Fevereiro de 2010 foi divulgado o relatório do Conselho de Administração da visada sobre a oferta, onde foi manifestada concordância com a oportunidade e as condições da oferta e recomendado aos accionistas a aceitação da oferta.

O anúncio da oferta, bem como o prospecto, foram divulgados em 16 de Julho de 2010, tendo a oferta decorrido entre 19 de Julho e 6 de Agosto e tendo a oferente passado a deter 96,75% do capital da visada, após o termo da oferta.



CMVM

Quadro 26 – Ofertas Públicas de Aquisição

Sociedade Oferente	Sociedade Visada	Tipo	Nº Acções a adquirir	Preço (Euro)	Valor Previsto (10 ³ Euro)	Valor Final (10 ³ Euro)	Sucesso (%)
CSN Cement S.à r.l.	Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA	geral e voluntária (1)	672.000.000	6,18	4.152.960	0	0,00%
Teixeira Duarte, SA	Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, SA	geral e voluntária	132.119.201	1 acção TD por cada acção TDEC (2)	132.119	118.479	89,68%
Montepio Geral - Associação Mutualista	Finibanco Holding - SGPS, SA	geral e voluntária (3)	175.000.000	1,95	336.920	334.308	99,22%
TOTAL			979.119.201		4.621.999	452.787	9,80%

Fonte: CMVM.

Notas: (1) Esta OPA tinha como condição de sucesso a aquisição em OPA de 1/3 das acções mais uma, o que não se verificando determinou o insucesso da oferta; (2) Cada acção TDEC foi avaliada por auditor independente em €1; (3) O objecto da oferta inicial era de 175.000.000, tendo o oferente adquirido até ao lançamento da oferta cerca de 2.220.618 acções.

Em 30 de Julho de 2010 a Caixa Económica Montepio Geral (CEMG) e o Finibanco *Holding* SGPS, S.A. (Finibanco), duas sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação na *Euronext Lisbon*, informaram o mercado, através da publicação de anúncio preliminar, do lançamento de uma oferta pública de aquisição pelo Montepio Geral – Associação Mutualista, IPSS (MG), detentora da CEMG, sobre a totalidade das acções representativas do capital social do Finibanco.

Foi fixada uma contrapartida de 1,95 euros por acção e uma condição de sucesso correspondente a 75% dos direitos de voto da sociedade visada. A decisão assentou num objectivo de criação de sinergias e de reforço da marca Montepio através da aquisição do Finibanco, passando pela integração das operações desta instituição financeira na CEMG. A oferente informou ainda, no anúncio preliminar, a intenção de, em caso de sucesso da oferta e de estarem reunidas as condições legais para o efeito, recorrer ao mecanismo de aquisição potestativa do capital remanescente, excluir as acções da visada da negociação em mercado regulamentado e descontinuar a marca Finibanco em Portugal. Em 26 de Agosto de 2010 foi divulgado o relatório do Conselho de Administração do Finibanco sobre a oferta onde foi manifestada uma concordância genérica daquele órgão com a oportunidade e as condições da mesma e recomendado aos accionistas a aceitação da oferta. O anúncio da oferta, bem como o prospecto, foram divulgados em 4 de Novembro de 2010, sem alterações relevantes em relação à proposta preliminarmente anunciada, tendo a oferta decorrido entre 5 e 26 de Novembro e tendo a oferente passado a deter 99,23% do capital do Finibanco (correspondente à aquisição de 171.439.900 acções no decurso da oferta e acrescidas de 2.220.618 acções adquiridas antes do registo da oferta pela oferente pelo valor de 338.638.010 euros). Subsequentemente, a oferente procedeu à aquisição potestativa do capital remanescente em 10 de Dezembro de 2010, o que, nos termos do n.º 4 do Artigo 195.º do CódVM, implicou a perda imediata pela Finibanco da qualidade de sociedade aberta e a exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções representativas do respectivo capital.



CMVM

2.4.4.2 Ofertas Públicas de Venda

Em 2010 foram efectuadas duas ofertas públicas de venda: a oferta pública de venda gratuita de acções da Farminveste - SGPS, S.A., dirigida exclusivamente aos sócios e associados da Associação Nacional das Farmácias, e a oferta de 1.247.224 acções da Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A., reservada aos seus accionistas.

Apesar de a oferta pública de acções da Farminveste – SGPS, S.A. ter sido gratuita e se encontrar integrada numa operação de dispersão de capital em que se prevê um aumento de capital a curto prazo, foi considerado que essa oferta deveria ser considerada como pública e como tal necessitaria de um prospecto. Por outro lado, a oferta de acções da Sociedade.a.,de Comercial Orey Antunes, S.A. reservada aos seus accionistas representava um valor inferior a 2.500.000 euros, pelo que pode ser efectuada sem necessidade de prospecto.

Quadro 27 – Oferta Públicas de Venda

Unidade: 10 ³ Euro				
Entidade Oferente	Sociedade	Período da Oferta	Valor Final	% Total
Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.	Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.	de 12 a 22 de Julho	12	0%
Associação Nacional de Farmácias	Farminveste - SGPS, SA	de 24 a 30 de Setembro	9.745	100%
TOTAL			9.757	100%

Fonte: CMVM.

2.4.4.3 Publicidade de Ofertas Públicas

As campanhas desdobraram-se em diversas peças publicitárias aprovadas pela CMVM. Foram aprovadas 103 peças no âmbito de ofertas com passaporte comunitário do prospecto, 24 peças no âmbito de ofertas públicas de subscrição de obrigações e uma relativa a oferta pública de distribuição de acções, sendo 20 peças publicitárias no âmbito de ofertas a trabalhadores. A aprovação de publicidade é usualmente precedida de ajustes e alterações solicitadas pela CMVM, de modo a assegurar o cumprimento dos requisitos legais relativos à qualidade da informação contida nas mensagens publicitárias, nomeadamente quanto à completude, veracidade, actualidade, clareza, objectividade e licitude dessa informação.⁴⁵

⁴⁵ A secção 3.2.3. trata a matéria da publicidade relativa a produtos do sector bancário e segurador.



CMVM

Quadro 28 – Aprovação de Campanhas Publicitárias

	2008	2009	2010
Ofertas a trabalhadores	5	8	8
Ofertas com prospecto aprovado pela CMVM	7	4	11
Ofertas com passaporte do prospecto	21	30	83

Fonte: CMVM.

2.4.5 Declarações de Perda da Qualidade de Sociedade Aberta

No decurso de 2010 perderam a qualidade de sociedade aberta a Fitor – Companhia Portuguesa de Têxteis, S.A. e a Teixeira Duarte, Engenharia e Construções, S.A. A primeira solicitou a declaração de perda da qualidade de sociedade aberta ao abrigo do artigo 27.º, n.º 1, alínea b), após a operação harmónio que levou a que a accionista única *DAUN & CIE, AG* convertesse créditos em capital, passando a deter 100% do mesmo. A nova accionista única, a sociedade de direito alemão *DAUN & CIE, AG*, promoveu a perda da qualidade de sociedade aberta ao abrigo do artigo 54.º, n.º 1 do CSC.

A perda de qualidade da Teixeira Duarte, Engenharia e Construções, S.A. foi requerida nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 27.º do CódVM. O Conselho de Administração da requerente deliberou requerer a perda de qualidade à CMVM, bem como a exclusão da negociação das acções e a posterior aquisição tendente ao domínio total, nos termos do artigo 490.º do CSC. A Teixeira Duarte, S.A. lançou uma OPA geral e voluntária sobre 132.119.201 acções não detidas por si, emitidas pela Teixeira Duarte, Engenharia e Construções, S.A., tendo a oferta decorrido entre 19 Julho a 6 Agosto de 2010, após a qual a Teixeira Duarte, S.A. passou a deter 96,75% do capital social da Teixeira Duarte, Engenharia e Construções, S.A., cumprindo assim os requisitos da alínea a) do n.º do artigo 27.º do CódVM.

Quadro 29 - Perdas da qualidade de sociedade aberta

Sociedade	Adquirente/Requerente	Fundamento
Fitor - Companhia Portuguesa de Têxteis, S.A.	DAUN & CIE, AG	27.º, n.º 1, al. b)
Teixeira Duarte, Engenharia e Construções, S.A.	Teixeira Duarte, S.A.	27.º, n.º 1, al. a)

Fonte: CMVM.

2.4.6 Aquisições Potestativas Tendentess ao Domínio Total

Em 2010 foi registada uma operação de aquisição potestativa. A sociedade visada foi a Finibanco – *Holding*, SGPS, S.A., na sequência de OPA lançada pelo Montepio Geral – Associação Mutualista. A contrapartida foi fixada com recurso ao n.º 1 do artigo 188.º do Cód.VM. A utilização do procedimento previsto no artigo 194º do



CMVM

Cód.VM determinou a perda da qualidade de sociedade aberta da sociedade emitente das acções que foram objecto do direito de aquisição potestativa, em conformidade com o n.º 4 do artigo 195.º do Cód.VM.

Quadro 30 - Aquisições Potestativas

		Unidade: Euro			
Sociedade Oferente	Sociedade Visada	Acções adquiridas		Preço	Valor da operação
		N.º	% Capital		
Montepio Geral - Associação Mutualis	Finibanco – Holding, SGPS, SA	1.339.482	0,77%	1,95	2.611.989,90
TOTAL		1.339.482	0,77%	1,95	2.611.990

Fonte: CMVM.

2.4.7 Passaporte Europeu do Prospecto

A CMVM recebeu 98 notificações de prospectos aprovados por outras autoridades comunitárias, menos uma notificação do que no ano anterior. Porém, nem todos os passaportes notificados foram efectivamente utilizados. Seis dos passaportes recebidos estão relacionados com emitentes portugueses do sector bancário, onde se incluem os 5 maiores bancos a operar em Portugal. São os casos do BCP e BCP *Finance Bank, Ltd* Eur 25,000,000,000 *Euro Note Programme*; Banco Santander Totta, S. A./ Totta (Ireland) *p.l.c.* EUR 10,000,000,000 *Euro Medium Term Note Programme*; Banco BPI, SA/ Banco BPI *Cayman Ltd/ BPI Capital Finance, Ltd* Eur 10.000.000.000 *Euro Medium Term Note Programme*; Banco Espírito Santo, S.A./ BES *Finance Ltd.* €20,000,000,000 *Euro Medium Term Programme* e Espírito Santo *Investments p.l.c & Banco Espírito Santo de Investimento, S.A.* - €2.500.000.000 *Euro Medium Term Note Programme*; e Caixa Geral de Depósitos *Finance/Caixa Geral de Depósitos, S.A.* €15,000,000,000 *Euro Medium Term Note Programme*.

2.5 INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

O valor das ordens recebidas por conta de outrem no mercado a contado aumentou face a 2009. Apesar de terem perdido parte significativa de quota, as acções foram o activo mais representativo. O valor das ordens recebidas no mercado a prazo também aumentou e de forma ligeiramente mais acentuada. Os futuros continuaram a ser o instrumento financeiro derivado mais procurado no mercado a prazo.

O valor das ordens executadas no mercado a contado também aumentou, essencialmente devido ao acréscimo das ordens sobre acções e sobre dívida (pública e privada). Não obstante o aumento das ordens recebidas, as ordens executadas no mercado a prazo diminuíram.



CMVM

Na negociação por conta própria, a carteira de investimentos foi a mais significativa no mercado a contado. No mercado a prazo, a carteira de negociação dominou as transacções para carteira própria. A dívida pública e a categoria de outros valores mobiliários foram os instrumentos financeiros mais representativos neste tipo de negociação.

2.5.1 Recepção de Ordens por Conta de Outrem

Contrariando a tendência dos anos mais recentes, a dimensão média das ordens por conta de outrem no mercado a contado subiu de forma significativa. Tal resulta da diminuição do número de ordens emitidas (-15,7%) e do aumento do seu valor para montantes próximos dos verificados em 2008. No entanto, o aumento da dimensão média das ordens foi condicionado pela redução do número de ordens recebidas sobre acções, mas também sobre dívida privada e *warrants* autónomos.

O valor das ordens recebidas em dívida pública mais do que triplicou face a 2009, o que não será alheio ao facto de alguns agentes económicos terem perspectivado como atractiva a subida significativa das *yields* implícitas. Dado que o número de ordens recebidas sobre dívida pública “apenas” duplicou, a dimensão média das ordens subiu de forma relevante (de 1,9 para 2,8 milhões de euros), sugerindo um reforço da intervenção de investidores institucionais neste segmento do mercado. Tal motivou que o peso das ordens sobre dívida pública no conjunto de todos os instrumentos financeiros subisse de 3,3% para 10,7% entre 2009 e 2010.

No segmento accionista registou-se igualmente uma subida do valor das ordens emitidas. O valor das ordens recebidas por conta de outrem para execução em plataformas nacionais aumentou 6,6%, para cerca de 30,4 mil milhões de euros, ou seja, representou aproximadamente 37,5% (menos 7,7 p.p. do que em 2009) do total das ordens recebidas sobre acções. A dimensão média das ordens sobre acções dirigidas para o mercado nacional aumentou para 13,8 mil euros (+17,6% face a 2009). As ordens dirigidas para mercados internacionais também aumentaram, mas em menor expressão (+3,7%).

A dimensão média das ordens dirigidas para mercados internacionais aumentou de forma mais expressiva (49,7%) do que as que tiveram como destino o mercado nacional, sugerindo que os investidores, em particular os institucionais, terão privilegiado as suas orientações de investimento para praças que apresentaram melhor desempenho do que o mercado português. Merecedor de especial destaque foi o aumento de quase 100% do valor das ordens dirigidas para “fora de mercado”, as quais representaram quase 40% do total das ordens recebidas sobre acções. Esta realidade vem confirmar a necessidade de rever no âmbito do processo de revisão da DMIF, o regime das novas plataformas atípicas que vêm contribuindo para a fragmentação do mercado e



CMVM

concomitante dispersão de preços, o que é especialmente agravado quando os requisitos de transparência pré e pós negociação destas plataformas não são tão exigentes quanto os impostos aos mercados regulamentados.

Quadro 31 - Ordens Recebidas por Valor Mobiliário

	N.º de Ordens			Valor (10 ⁶ Euro)			Δ% (2009-10)	
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	N.º	Valor
Acções	3.652.720	3.693.783	3.069.510	86.101,8	63.003,8	79.884,0	-16,9	26,8
Dívida Pública	5.446	2.562	5.507	9.512,4	4.871,6	15.560,5	114,9	219,4
Dívida Privada	104.583	94.077	90.530	45.983,8	31.267,0	45.868,7	-3,8	46,7
Warrants Autónomos	253.441	182.349	159.047	767,5	551,7	488,1	-12,8	-11,5
Outros Valores Mobiliários	129.757	105.194	112.040	4.503,2	2.319,9	2.646,2	6,5	14,1
TOTAL	4.145.947	4.077.965	3.436.634	146.868,6	102.014,0	144.447,5	-15,7	41,6

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.

Nota: Exclui ordens recebidas de outros intermediários financeiros residentes.

Na dívida privada, apesar do número de ordens recebidas ter diminuído ligeiramente, o valor total das ordens aumentou de forma relevante o que provocou um aumento da respectiva dimensão média para cerca de 500 mil euros (50% superior ao verificado em 2009). Tal como na dívida pública, os investidores terão sido igualmente seduzidos pelo aumento da rentabilidade implícita das obrigações de diversas empresas - em especial financeiras - que se verificou em 2010. No caso deste segmento, o peso do “fora de mercado” foi ainda mais pronunciado do que nas acções, atingindo cerca de 60% do total das ordens recebidas sobre dívida privada. Os mercados nacionais foram destino de apenas 2% das ordens recebidas sobre este tipo de instrumento financeiro.

Relativamente aos *warrants*, a descida do número e do valor das ordens em percentagens relativamente idênticas teve como consequência a manutenção da dimensão média das ordens comparativamente com 2009. Neste tipo de instrumento financeiro parece existir, de forma continuada, um efeito de aprendizagem dos investidores, traduzido numa redução progressiva do número e do valor de ordens emitidas, eventualmente em função de perdas experimentadas em anteriores actos de investimento.

As ordens recebidas sobre instrumentos financeiros derivados tiveram um forte incremento. Trata-se de instrumentos financeiros que são maioritariamente utilizados por institucionais (90% do valor das ordens respeitou a este tipo de investidor), que privilegiaram em 2010 a exposição a contratos que tinham como subjacente taxas de juro de curto prazo e taxas de câmbio, o que não será alheio à instabilidade e à tendência de subida das taxas Euribor e do EUR/USD em 2010. Tal terá levado os investidores a procurarem imunizar as carteiras ou, ao invés, a procurarem obter ganhos especulativos, mediante a negociação de contratos derivados com aqueles tipos de subjacentes.



CMVM

A utilização de derivados sobre taxas de juro de médio e longo prazo (os principais contratos negociados são essencialmente sobre dívida soberana de referência como a alemã e norte-americana, que não experimentaram os níveis de volatilidade da dívida de outros países) e sobre *commodities* (derivados sobre bens tangíveis que, genericamente, apresentaram desempenhos muito atractivos em 2010) registaram uma diminuição muito significativa face a 2009, representando apenas, no seu conjunto, 10% das ordens recebidas sobre instrumentos financeiros derivados.

Já o valor das ordens recebidas relativamente a contratos diferenciais aumentou de forma muito significativa, permitindo que este tipo de instrumento mantivesse a sua quota no total dos derivados. Foi neste tipo de instrumento financeiro complexo que se centrou a maioria das ordens recebidas de não institucionais.

Os mercados internacionais continuaram a ser o destino quase exclusivo da recepção de ordens sobre instrumentos financeiros derivados.

Quadro 32 – Valor das Ordens Recebidas por Instrumento Financeiro Derivado

Unidade: 10 ⁶ Euro								
	2008	%	2009	%	2010	%	Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
Futuros	215.718,8	88,5	139.731,4	61,9	229.421,2	70,4	-35,2	64,2
Contratos por Diferenças	32.335,2	6,2	46.976,5	20,8	66.421,3	20,4	45,3	41,4
Opções	3.199,2	1,0	2.089,9	0,9	1.349,5	0,4	-34,7	-35,4
Outros Derivados	27.555,0	4,3	37.014,3	16,4	28.572,9	8,8	34,3	-22,8
TOTAL	278.808,2	100,0	225.812,1	100,0	325.765,0	100,0	-19,0	44,3

Fonte: CMVM, tendo por base informação remetida pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

Os canais tradicionais de transmissão de ordens (presencialmente nas instalações do intermediário financeiro, telefone ou fax) continuaram a ser os mais utilizados pelos investidores, quer no mercado a contado, quer no mercado a prazo. Tal como já tinha sucedido em 2009, a recepção de ordens através da *internet* continuou a perder importância relativa, tendo representado apenas 10,6% e 3,4%, respectivamente, do valor das ordens recebidas com destino ao mercado a contado e a prazo (15,9% e 6,3% no ano anterior).

Os investidores institucionais não residentes continuaram a ser preponderantes, quer no mercado a contado, quer no mercado a prazo, em termos de valor das ordens emitidas. No caso do mercado a prazo, a relevância destes investidores acentuou-se de sobremaneira uma vez que em 2010 mais de metade do valor das ordens foram emitidas por institucionais não residentes (30,5% no ano anterior).



CMVM

Quadro 33 – Valor das Ordens Recebidas por Conta de Outrem, por Tipo de Investidor

Unidade: 10⁶ Euro

	2009				2010			
	Mercado a Contado	%	Mercado a Prazo	%	Mercado a Contado	%	Mercado a Prazo	%
Residente	57.863,6	56,7	151.163,5	66,9	75.283,9	52,1	120.958,7	37,1
Institucionais	28.719,6	28,2	60.690,1	26,9	49.213,1	34,1	39.744,3	12,2
Gestão de Activos	8.595,1	8,4	20.695,3	9,2	15.762,5	10,9	19.174,5	5,9
Seguros e Fundos de Pensões	5.236,3	5,1	12.271,1	5,4	17.342,3	12,0	11.586,5	3,6
Outros Investidores	14.888,2	14,6	27.723,7	12,3	16.108,4	11,2	8.983,4	2,8
Não Institucionais	29.143,9	28,6	90.473,3	40,1	26.070,8	18,0	81.214,4	24,9
Não Residente	44.150,4	43,3	74.648,6	33,1	69.163,6	47,9	204.806,3	62,9
Institucionais	41.969,3	41,1	68.805,8	30,5	65.349,3	45,2	177.757,3	54,6
Intermediários Financeiros	23.502,8	23,0	2.118,9	0,9	22.465,7	15,6	0,0	0,0
Gestão de Activos	2.466,8	2,4	5.013,3	2,2	2.112,6	1,5	16.859,5	5,2
Seguros e Fundos de Pensões	23,3	0,0	1,4	0,0	39,6	0,0	0,1	0,0
Outros Investidores	15.976,5	15,7	61.672,3	27,3	40.731,4	28,2	160.897,7	49,4
Não Institucionais	2.181,1	2,1	5.842,8	2,6	3.814,3	2,6	27.049,0	8,3
TOTAL	102.014,0	100,0	225.812,1	100,0	144.447,5	100,0	325.765,0	100,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

No que respeita aos investidores residentes, assistiu-se ao ganho de quota dos investidores institucionais no mercado a contado, essencialmente devido às ordens emitidas por companhias de seguros e fundos de pensões. Todavia, o ano de 2010 assinala uma redução expressiva do peso dos investidores não institucionais no mercado a contado e, especialmente, no mercado a prazo. Esta menor apetência dos investidores não profissionais pelo mercado de capitais é contemporânea com o desinvestimento também efectuado em fundos de investimento por pessoas singulares.

CAIXA 4 – A RECEPÇÃO DE ORDENS DE INVESTIDORES RESIDENTES NÃO PROFISSIONAIS

Desde o início da crise económico-financeira no Verão de 2007, os investidores particulares residentes têm denotado um aumento da aversão ao risco por ocasião da tomada das suas decisões de investimento. Este comportamento é patente no crescimento continuado das aplicações em depósitos bancários, as quais têm vindo a registar sucessivos máximos históricos.

A presente análise baseia-se na informação recolhida pela CMVM, ao abrigo da Instrução 7/2004⁴⁶, junto dos intermediários financeiros autorizados a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de recepção e transmissão de ordens por conta de outrem que, no entanto, não considera os intermediários financeiros com sede em estados membros comunitários a actuarem em Portugal em regime de livre prestação de serviços (LPS), bem como as transacções de dívida pública transaccionadas no MEDIP. Com o propósito de eliminar eventuais duplicações, não se consideram as ordens recebidas de outros intermediários financeiros residentes.

⁴⁶ Revogada pela Instrução da CMVM n.º 5/2011 - Informação Estatística sobre a Actividade de Recepção de Ordens por Conta de Outrem, em vigor a partir de 1 de Abril de 2011

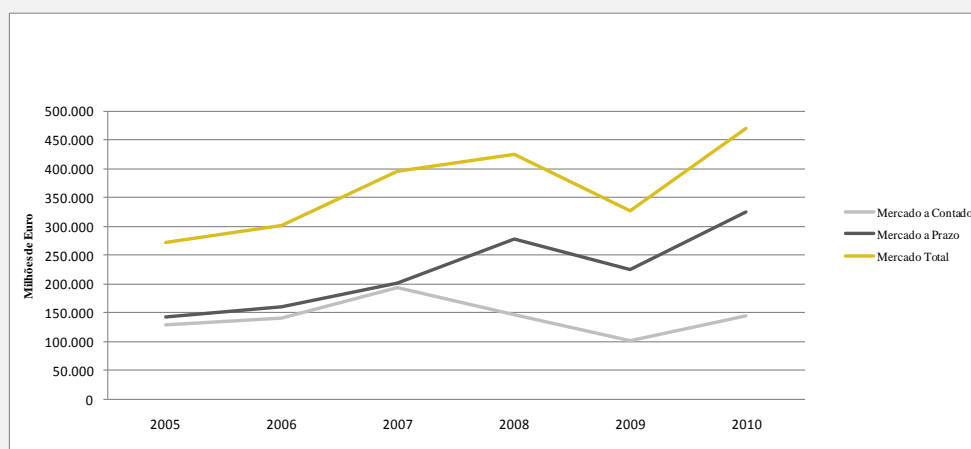


CMVM

Na Caixa 5 são descritos os fluxos de investimento em diversos instrumentos financeiros, em particular dos fundos de investimento e afigura-se também relevante estudar o comportamento dos investidores, em particular os não profissionais residentes, relativamente à evolução do valor das ordens de transmitidas nos últimos anos pelos intermediários financeiros autorizados a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de recepção e transmissão de ordens por conta de outrem⁴⁷, com o objectivo de verificar se o desinvestimento ocorrido em instrumentos financeiros não transaccionados em mercado foi extensível ao mercado de bolsa.

A análise das ordens de compra e venda recebidas pelos intermediários financeiros compreende o período entre Janeiro de 2005 e Dezembro de 2010. Apesar de em 2010 o valor das ordens recebidas⁴⁸ ter registado o seu máximo no período em análise, tal deveu-se ao aumento das ordens emitidas para o mercado a prazo.⁴⁹ As ordens dirigidas para o mercado a contado (essencialmente sobre acções e dívida privada) registaram um comportamento dissemelhante, particularmente em 2008, levando a que os valores de 2010 se tenham situado em níveis similares aos verificados em meados da década.

Ordens Recebidas nos Mercados a Contado e a Prazo



O peso dos investidores residentes tem vindo a diminuir desde 2007. Em 2010, o valor das ordens emitidas por estes investidores, considerando quer o mercado a contado, quer o mercado a prazo, foi pela primeira vez nos últimos seis anos inferior ao das ordens de não residentes.

⁴⁷ Considera os mercados (regulamentados ou não regulamentados) e sistemas de negociação multilateral (SNM) onde ocorreu a execução da ordem; as ordens não executadas em mercado ou em SNM podem sê-lo contra a carteira própria do intermediário financeiro (internalização) ou “fora de mercado”.

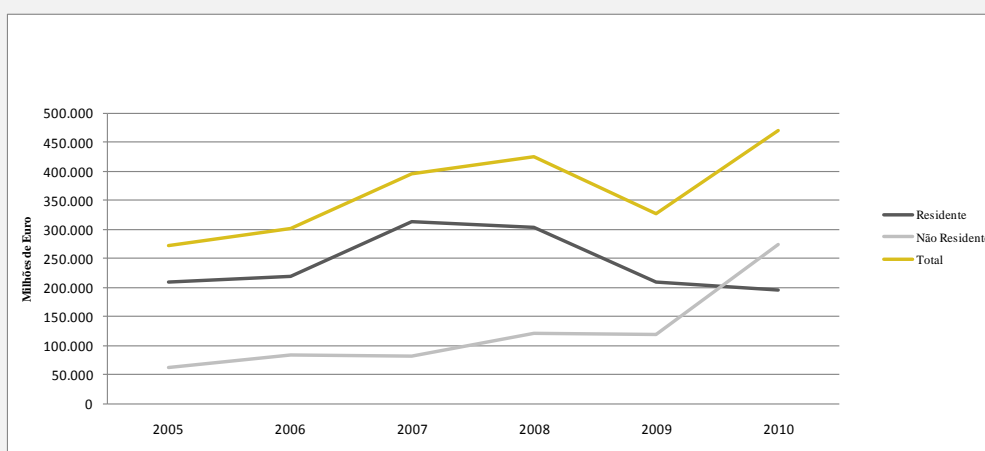
⁴⁸ Ordens sobre instrumentos financeiros recebidas e executadas, total ou parcialmente, pelo intermediário financeiro ou por terceiro no período de referência e reportadas à CMVM ao abrigo da Instrução 7/2004.

⁴⁹ Apenas são considerados contratos derivados padronizados, admitidos ou não à negociação em mercado ou sistema de negociação multilateral.



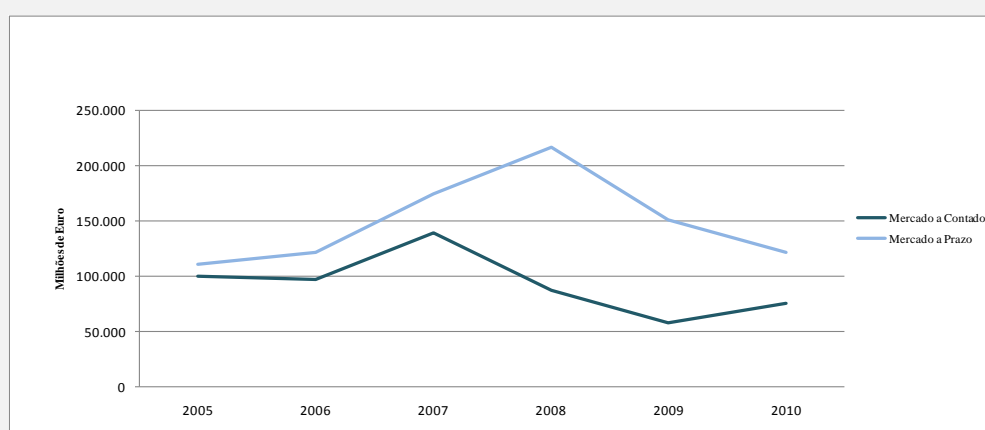
CMVM

Ordens Recebidas (Mercado Contado/Prazo) por Residência do Investidor



O valor das ordens recebidas no mercado a contado com origem em investidores residentes recuperou em 2010 face ao ano transacto, e representou 52% do valor total das ordens emitidas. Os valores de 2010 situam-se no mínimo dos 6 anos em análise. Como já mencionado, as ordens emitidas para o mercado a prazo justificam a evolução apresentada para a totalidade das ordens de residentes. O mercado a prazo representa cerca de dois terços das ordens emitidas desde a falência da *Lehman Brothers*. Por sua vez, o valor das ordens emitidas por investidores residentes tem diminuído, passando mesmo a ter um peso inferior a 50% desde o início de 2010.

Ordens Recebidas de Investidores Residentes



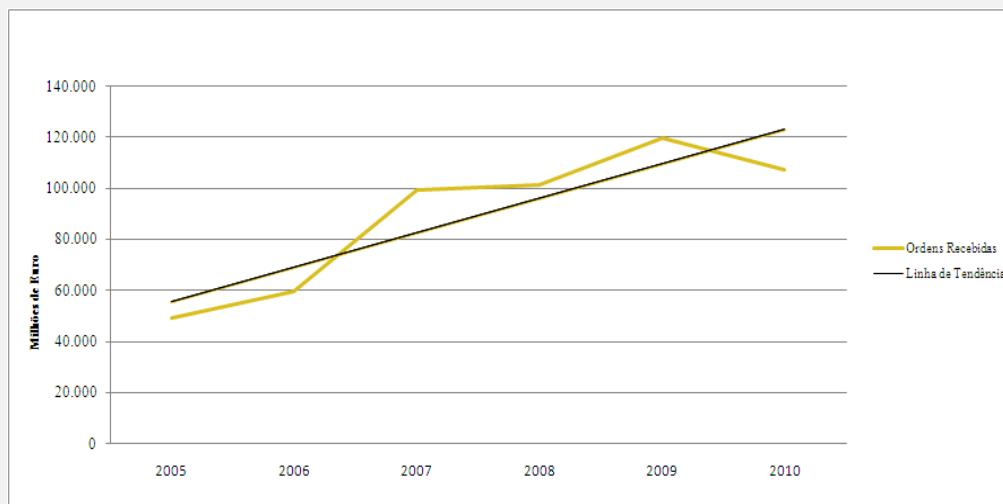
O gráfico seguinte apresenta a evolução do valor das ordens recebidas de investidores residentes não institucionais. Após o crescimento registado entre 2005 e 2007, posteriormente ao início da crise financeira o valor das ordens emitidas regista alguma estagnação. Em 2009, o valor das ordens regista uma nova subida, que estará relacionada com a forte recuperação dos mercados nesse ano.⁵⁰

⁵⁰ Na variação do valor das ordens emitidas não pode ser desconsiderado o efeito preço decorrente do ciclo dos mercados em cada momento.



CMVM

Ordens Recebidas de Investidores Residentes Não Institucionais⁵¹



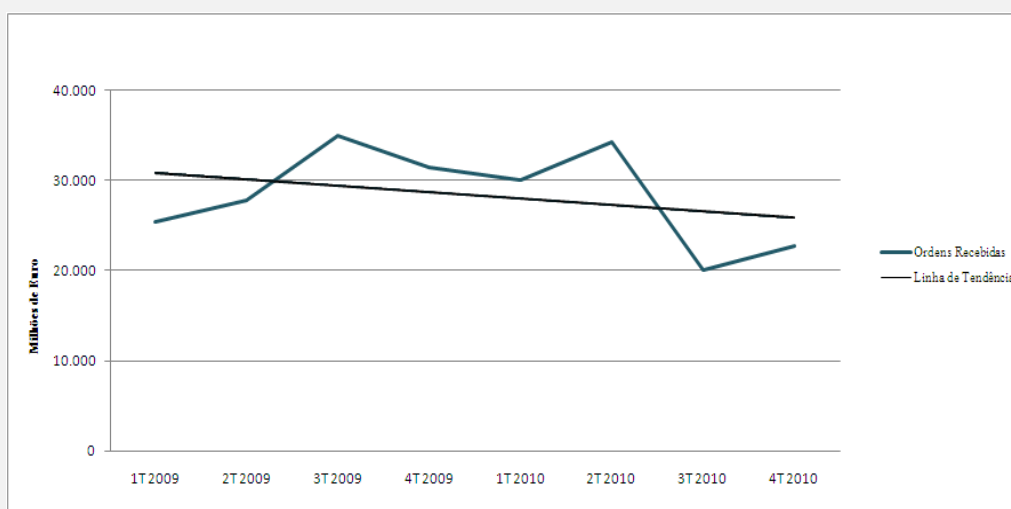
Embora pareça existir uma tendência de crescimento no médio prazo, em 2010 os investidores não institucionais portugueses emitiram ordens cujo valor foi inferior ao de 2009 (-10%). Os diversos Programas de Estabilidade e Crescimento aprovados em 2010, que introduziram um conjunto de medidas visando o aumento da receita fiscal, nomeadamente, o aumento do IVA, a subida das taxas de IRS e, em especial, o agravamento da tributação das mais-valias obtidas em instrumentos financeiros, terão contribuído para a redução do rendimento disponível das famílias. Por outro lado, o investimento em instrumentos financeiros tornou-se menos atractivo por via do aumento da fiscalidade que lhe está associada.

⁵¹ O conceito de investidor institucional utilizado é o previsto na Instrução n.º 7/2004 da CMVM e inclui os investidores classificados como (i) fundos de pensões, respectivas entidades gestoras e empresas de seguros; (ii) entidades gestoras de activos e (iii) outros investidores institucionais na acepção do art.º 30.º do CódVM. Este conceito pode não ser totalmente equivalente ao de investidor profissional, tal como definido na DMIF, em virtude de alguns investidores atrás referidos como institucionais poderem, eventualmente, ter solicitado a sua desqualificação enquanto investidor profissional nos termos previstos no n.º I.4) do anexo II da DMIF.



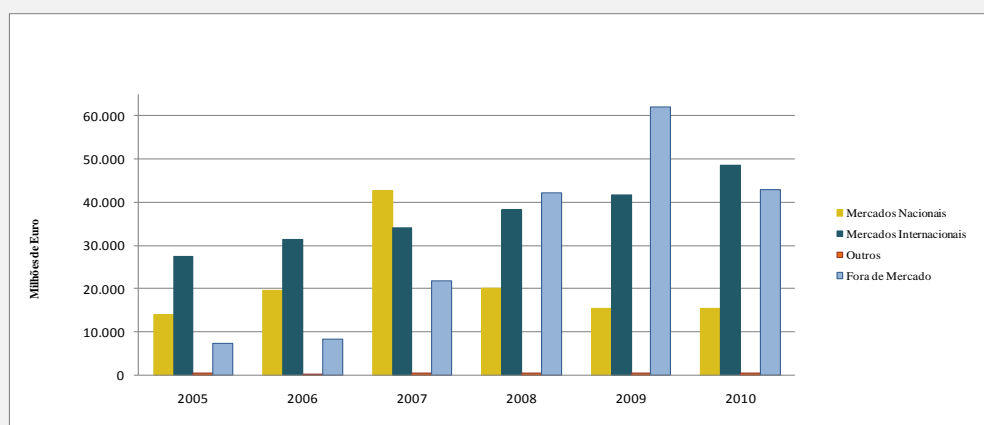
CMVM

Ordens Recebidas de Investidores Residentes Não Institucionais (Trimestres 2009-2010)



O gráfico seguinte apresenta a repartição do valor das ordens recebidas, com origem nos investidores residentes não institucionais⁵² quanto ao respectivo destino (mercados nacionais, internacionais e ‘fora de mercado’, tradicionalmente designado por ‘mercado de balcão’).

Ordens Recebidas de Investidores Residentes Não Institucionais (por Tipo de Mercado)



A partir de 2007, os pequenos investidores têm vindo a substituir os instrumentos financeiros tradicionais por outros, muitos dos quais estrangeiros, e, simultaneamente, trocado a emissão de ordens para mercado por ordens dirigidas para o mercado de balcão. Em 2010 o valor das ordens recebidas de investidores residentes não institucionais cujo destino foi o mercado nacional apenas superou o registado no ano de 2005.

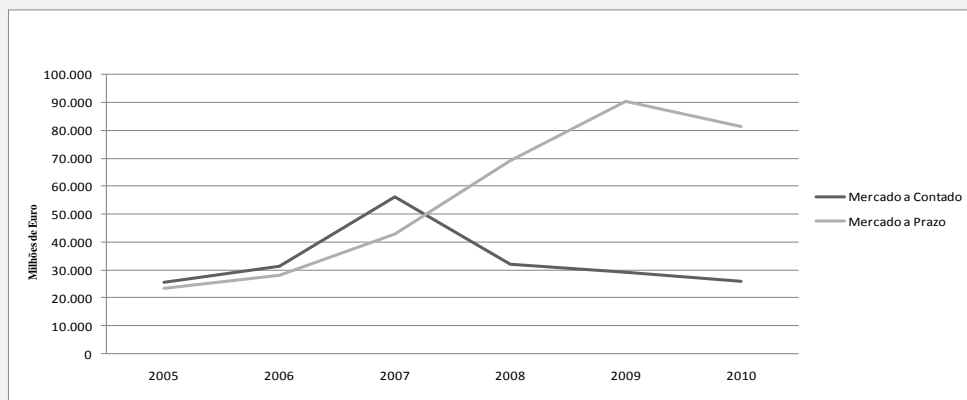
⁵² A rubrica “Outros” com carácter residual considera, entre os demais, a “Internalização” que contempla genericamente valores de dívida ou produtos complexos, normalmente emitidos pelos Intermediários Financeiros responsáveis pelas carteiras dos clientes.



CMVM

O gráfico seguinte evidencia um efeito de substituição do mercado a contado pelo mercado a prazo, o qual é especialmente notório nos períodos subsequentes ao início da crise financeira.

Ordens Recebidas de Investidores Residentes Não Institucionais (Mercados a contado e a prazo)



Em 2008, os investidores nacionais (institucionais e não institucionais) começaram a reduzir o valor das ordens emitidas para o mercado a prazo, mas só em 2009 idêntica actuação se verificou no segmento dos pequenos investidores, o que denota uma maior reactividade e adaptação às condições de mercado por parte dos investidores institucionais. Apesar desse efeito de substituição, cerca de dois terços do valor das ordens emitidas para o mercado a contado em 2010 tiveram como origem investidores residentes não institucionais.

A partir do final de 2009, os investidores residentes reforçaram o valor das ordens dirigidas para o mercado a contado e, ao invés, o peso das ordens emitidas por pequenos investidores para esse mercado manteve-se em valores mínimos históricos no final de 2010 (-10 p.p. do que em 2005).

2.5.2 Execução de Ordens por Conta de Outrem

O valor das ordens executadas no mercado a contado aumentou 45,9% relativamente ao ano transacto. Este aumento foi ligeiramente superior ao das ordens recebidas, traduzindo uma maior capacidade de execução por parte dos intermediários financeiros. Tal facto ter-se-á devido não só à maior liquidez dos mercados em 2010, como também à maior eficiência das políticas de execução implementadas em decorrência da adopção das regras da DMIF.



CMVM

O aumento da execução de ordens foi especialmente notório nas acções e na dívida pública e privada. Em linha com a maior transmissão de ordens sobre dívida pública, a execução de ordens sobre este tipo de instrumento financeiro foi a que registou um maior crescimento. O rácio entre o valor transmitido e executado em dívida pública foi superior a 96%.

Não obstante, as acções continuam a ser o tipo de activo com maior peso na execução de ordens, ainda que tivessem perdido uma parte significativa de quota em detrimento da dívida pública. O rácio de execução das ordens, comparativamente com o valor transmitido, foi neste caso de 82%, percentagem substancialmente inferior à verificada para a dívida pública.

A execução de dívida privada aumentou quase 50%, situando-se no valor mais elevado dos últimos 5 anos. Nos *warrants* e outros valores mobiliários registou-se uma diminuição das ordens executadas em percentagens praticamente idênticas às verificadas na recepção de ordens.

Quadro 34 - Transacções Executadas em Mercado a Contado por Tipo de Valor Mobiliário

Unidade: 10 ⁶ Euro								
	2008	%	2009	%	2010	%	Δ % (2008-09)	Δ % (2009-10)
Acções	69.638,0	70,2	51.445,6	60,1	66.183,5	52,7	-26,1	28,6
Dívida Pública	3.863,6	6,3	4.237,3	3,3	14.988,6	11,9	9,7	253,7
Dívida Privada	40.124,2	11,2	28.945,2	34,6	43.180,4	34,4	-27,9	49,2
<i>Warrants</i> Autónomos	685,0	0,8	477,6	0,6	425,9	0,3	-30,3	-10,8
Outros VM's	1.552,9	11,5	962,9	1,3	838,2	0,7	-38,0	-13,0
TOTAL	115.863,7	100,0	86.068,6	100,0	125.616,7	100,0	-25,7	45,9

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

As ordens executadas no mercado a prazo diminuíram 17%, cerca de metade do decréscimo verificado em 2009. Tal sucedeu não obstante o significativo aumento das ordens recebidas sobre instrumentos financeiros derivados (44,3%).

Também na execução de ordens se destaca o aumento de peso dos contratos por diferenças, instrumento financeiro complexo que continua a registar uma adesão crescente dos investidores, em particular dos não institucionais.



CMVM

Quadro 35 – Ordens Executadas por Instrumento Financeiro Derivado

Unidade: 10⁶ Euro

	2008	%	2009	%	2010	%	Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
Futuros	30.409,1	83,5	16.681,1	70,4	11.197,6	56,9	-45,1	-32,9
Contratos por Diferenças	2.077,0	5,7	3.198,5	13,5	3.708,0	18,8	54,0	15,9
Opções	1,2	0,0	1,1	0,0	9,0	0,0	-6,4	734,8
Outros Derivados	3.916,9	10,8	3.829,2	16,2	4.767,5	24,2	-2,2	24,5
TOTAL	36.404,1	100,0	23.709,9	100,0	19.682,2	100,0	-34,9	-17,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

Os mercados nacionais continuaram a ser mais relevantes do que os internacionais na execução de ordens no mercado a contado. Contudo, o principal facto merecedor de destaque foi a duplicação da execução de ordens em “fora de mercado”, as quais representaram cerca de 60% do valor total executado no mercado a contado, ou seja, a maior percentagem até à data. Este facto revela que os investidores optaram por concretizar os negócios de forma bilateral ou em plataformas de negociação não enquadráveis na DMIF. Esta situação tem como consequência uma forte redução dos níveis de transparência na negociação e na formação de preços, uma vez que as cotações de referência fornecidas pelos mercados são públicas e têm adstritas princípios de *full disclosure* de informação, o que não sucede no “fora de mercado”.

Quadro 36 - Transacções Executadas por Tipo de Mercado

Unidade: 10⁶ Euro

	Mercado a Contado			Mercado a Prazo			Δ % (2009-10)	
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	Contado	Prazo
Mercados Nacionais	49.244,4	32.267,4	32.301,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
Mercados Internacionais	5.522,2	6.614,1	7.268,0	30.405,6	16.669,7	11.182,7	9,9	-32,9
Fora de Mercado	36.385,4	34.646,0	70.025,4	5.995,4	7.028,4	8.476,7	102,1	20,6
Internalização	24.711,6	12.541,1	16.022,3	3,1	11,8	22,7	27,8	92,7
TOTAL	115.863,7	86.068,6	125.616,7	36.404,1	23.709,9	19.682,2	45,9	-17,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

Nos mercados a prazo, a execução de ordens em plataformas nacionais foi nula. Tal resulta do facto dos contratos sobre activos subjacentes nacionais serem negociados na *Euronext Liffe*, plataforma considerada como internacional. Ainda assim, a liquidez destes derivados tem diminuído, e tem correspondido a menos de 2% do total negociado na *Euronext Liffe*. Contrariamente ao verificado no mercado a contado, a execução de ordens no mercado a prazo em OTC teve menos peso do que em plataformas regulamentadas.

A concentração do mercado em ordens executadas sobre acções diminuiu de forma significativa em 2010. Os 5 maiores intermediários financeiros detiveram uma quota de mercado de 71,6% (77,0% em 2009). O indicador HHI demonstra também essa tendência ao passar de 1.614, 5 pontos para 1.220, 8 pontos. O Banco Santander Totta passou a ter a maior quota do mercado em termos de execução de ordens sobre acções e dívida privada.



CMVM

Porém, mais de 80% da execução foi efectuada em “fora de mercado”. Na dívida pública e nos *warrants* a maior quota de mercado pertenceu ao Banco Comercial Português.

O Banco Millennium BCP Investimento, que detinha a quase totalidade da quota de execução no mercado de futuros em 2009, deixou de fazer execução neste mercado em 2010. Deste modo, o Banco Comercial Português teve a maior quota na execução de futuros (66,6%). Apenas outros dois intermediários financeiros executaram ordens sobre este tipo de instrumento financeiro, o Banco Português de Investimento (33,1% de quota) e a Atrium Investimentos (0,3% de quota de mercado)

2.5.3 Negociação por Conta Própria

A negociação realizada pelos intermediários financeiros por conta própria no mercado a contado pode ser efectuada para a carteira de negociação ou de investimento, bem como no âmbito de contratos de criação de liquidez (*market making*). No mercado a prazo a negociação por conta própria pode ter como finalidade a cobertura de risco ou a carteira de negociação.

No mercado a contado a carteira de investimentos foi o destino de mais de dois terços do valor negociado por conta própria e no mercado a prazo a quase totalidade das transacções teve como destino a carteira de negociação (95,9%).

Tal como constatado na execução de ordens de terceiros, os intermediários financeiros revelaram uma significativa apetência para negociarem por conta própria dívida pública, em particular dívida nacional. Em conjunto com a negociação por conta própria em outros valores mobiliários, foi o acréscimo da negociação em dívida pública que justificou em grande medida o aumento de 25,8% na negociação para carteira própria em 2010. Não obstante, a negociação por conta própria em dívida privada continuou a ser a mais relevante.

Quadro 37 - Negociação por Conta Própria por Valor Mobiliário

							Unidade: 10 ⁶ Euro	
	2008	%	2009	%	2010	%	Δ % (2008-09)	Δ % (2009-10)
Ações	22.337,7	7,7	16.716,8	4,8	14.488,0	3,3	-25,2	-13,3
Dívida Pública	53.590,8	18,6	69.529,1	20,1	119.868,3	27,5	29,7	72,4
Dívida Privada	147.130,5	51,0	180.256,0	52,1	195.361,2	44,9	22,5	8,4
<i>Warrants</i> Autónomos	2.342,3	0,8	1.344,2	0,4	1.217,5	0,3	-42,6	-9,4
Outros VM's	60.666,8	21,0	78.114,9	22,6	104.413,2	24,0	28,8	33,7
TOTAL	288.724,9	99,1	345.961,0	100,0	435.348,3	100,0	19,8	25,8

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.



CMVM

O valor negociado para carteira própria foi mais elevado do que o das ordens executadas por conta de terceiros em todos os instrumentos financeiros, o que revela que os intermediários financeiros assumem uma primordial importância enquanto provedores de liquidez nos mercados no âmbito da negociação que efectuam para carteira própria.

2.5.4 Day-Trading

Depois de em 2009 o valor total negociado em operações intra-diárias, por conta do mesmo titular e que tenham por objecto o mesmo valor mobiliário, ter caído 50,5%, em 2010 registou-se uma ligeira recuperação neste tipo de negociação, quer em termos de valor, quer em termos de quantidades negociadas.

Quadro 38 - Dados Agregados sobre Day-Trading

	2008	2009	2010	Δ % (2008-09)	Δ % (2009-10)
N.º médio IF's com Day-Trading	29,2	27,5	27,3	-5,7	-0,6
Quantidade Total (milhões)	2420,3	1789,5	1882,6	-26,1	5,2
Valor Total (milhões €)	6126,2	3031,9	3078,6	-50,5	1,5
Qtd. Média por IF (milhões)	83,0	65,1	68,9	-21,6	5,8
Valor Médio por IF (milhões €)	210,0	110,3	112,6	-47,5	2,2

Fonte: CMVM. Nota: IF's significa "Intermediários Financeiros". O Valor Total resulta da quantidade de day-trading valorizada às cotações de fecho registadas na última sessão de bolsa do mês relevante.

O valor de transacções intra-diárias efectuado por investidores institucionais representou 16,8% do total, o que compara com um peso relativo de 20,6% em 2009 e de 25,3% em 2008. A relevância dos investidores não qualificados nas transacções intra-diárias continuou a aumentar ao longo dos últimos anos.

A *internet* continuou a ser o canal preferencial utilizado pelos investidores para emitir ordens intra-diárias. Para o incremento registado em 2010 contribuíram, tanto os investidores institucionais (cujo contributo para a percentagem global de utilização da *internet* passou de 0,9 p.p. em 2009 para 4,3 p.p. em 2010), como os investidores não institucionais (cujo contributo para percentagem global de utilização da *internet* passou de 53,9 p.p. em 2009 para 57,0 p.p. em 2010). O valor de ordens transmitidas por telefone, presencialmente e por fax diminuiu.



CMVM

Quadro 39 - Distribuição do Day-Trading por Canal e por Tipo de Investidor

Unidade: 10⁶ Euro

	2009		2010		Δ % (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	
Internet	1.474,0	54,8	1.790,2	61,3	21,5
<i>Institucionais</i>	22,9	0,9	125,3	4,3	446,0
Gestão de Activos	1,3	0,0	54,5	1,9	4211,6
Seguros e Fundos de Pensões	-	-	-	-	-
Outros Investidores	21,7	0,8	87,2	3,0	302,1
<i>Não Institucionais</i>	1.451,0	53,9	1.664,9	57,0	14,7
Outros Meios Electrónicos	113,9	4,2	222,2	7,6	95,1
<i>Institucionais</i>	1,8	0,1	0,6	0,0	-64,0
Gestão de Activos	-	-	-	-	-
Seguros e Fundos de Pensões	-	-	-	-	-
Outros Investidores	1,8	0,1	0,6	0,0	-64,0
<i>Não Institucionais</i>	112,1	4,2	221,5	7,6	97,6
Outros	1.101,9	41,0	908,1	31,1	-17,6
<i>Institucionais</i>	529,4	19,7	364,9	12,5	-31,1
Gestão de Activos	41,3	1,5	198,2	6,8	379,7
Seguros e Fundos de Pensões	19,4	0,7	9,7	0,3	-50,2
Outros Investidores	468,6	17,4	157,1	5,4	-66,5
<i>Não Institucionais</i>	572,5	21,3	543,2	18,6	-5,1
TOTAL	2.689,8	100,0	2.920,4	100,0	8,6

Fonte: CMVM.

2.5.5 Registo e Depósito de Instrumentos Financeiros por Conta de Outrem

No final de 2010 o valor dos instrumentos financeiros registados por conta de outrem ascendia a cerca de 401 milhões de euros, o que traduz uma diminuição de 0,6% face ao ano anterior. O decréscimo registado foi particularmente notório nas acções, cuja queda de cerca de 8% foi próxima da desvalorização verificada dos preços no mercado accionista português. No caso da dívida pública, o valor deste instrumento financeiro registado por conta de residentes acompanhou o aumento da negociação verificado.

Invertendo a situação do ano transacto, os valores sob registo e depósito atribuíveis a investidores residentes superou os de não residentes, situação que foi em parte devida ao acréscimo da dívida pública sob custódia de investidores nacionais.



CMVM

Quadro 40 - Titulares Por Tipo de Valor Mobiliário

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2008	%	31-12-2009	%	31-12-2010	%	Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
Residentes	164.470,7	50,3	193.550,2	48,3	201.255,6	50,2	17,7	4,0
Acções	58.158,5	17,3	73.310,2	18,3	67.334,2	16,8	26,1	-8,2
Dívida Pública	18.891,1	5,6	19.553,9	4,9	27.451,5	6,8	3,5	40,4
Outros Valores Mobiliários	87.421,1	27,4	100.686,2	25,1	106.469,9	26,6	15,2	5,7
Não Residentes	166.428,9	49,7	209.988,2	52,4	199.759,8	49,8	26,2	-4,9
Acções	26.534,5	7,9	35.928,7	9,0	33.068,4	8,2	35,4	-8,0
Dívida Pública	76.930,8	22,9	91.627,6	22,8	90.015,7	22,4	19,1	-1,8
Outros Valores Mobiliários	62.963,6	18,8	82.432,0	20,6	76.675,7	19,1	30,9	-7,0
TOTAL	330.899,6	100,0	403.538,5	100,6	401.015,4	100,0	22,0	-0,6

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

O grau de concentração da indústria aumentou 3,2 p.p. face a 2009. A quota de mercado dos 5 maiores custodiantes situou-se em 86,4%, enquanto o índice HHI subiu de 2061,3 pontos para 2235,0 pontos. O BCP continuou a ser o custodiante com maior quota de mercado.

2.6 GESTÃO DE ACTIVOS

2.6.1 Gestão Individual de Carteiras por Conta de Outrem

No final de 2010 encontravam-se a operar no mercado 55 entidades que exerciam a actividade de gestão individual de carteiras por conta de outrem (23 instituições de crédito, 20 empresas de investimento e 12 sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário). Apesar de em 2010 ter sido registada uma nova sociedade gestora de patrimónios (Casa de Investimento – Gestão de Patrimónios, SA), o número de entidades a exercer esta actividade diminuiu em virtude do cancelamento de dois registos (Banco Privado Português e *Lisbon Brokers*).

Apesar do comportamento misto dos mercados accionistas em 2010 e da crise da dívida soberana que assolou alguns países - o que levou a fortes quedas nos preços das respectivas obrigações de dívida pública - os valores sob gestão nesta actividade revelaram uma boa resiliência ao registarem uma diminuição de apenas 0,6% face ao ano anterior. A redução dos valores sob gestão foi bastante mais acentuada nas instituições de crédito. Ao invés, as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário viram os valores sob administração aumentar em cerca de 2,2 mil milhões de euros. Estes movimentos de sentido oposto não são alheios ao processo que de forma continuada tem ocorrido nos últimos anos e que consiste numa centragem da actividade de gestão de activos em empresas especializadas dos grupos financeiros. Tal processo tem consistido na passagem de carteiras geridas pelas instituições de crédito que encabeçam os grupos financeiros para as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário afiliadas. Nas empresas de investimento a evolução dos valores geridos,



CMVM

apesar de ligeiramente positiva, não se afastou sensivelmente da média do sector. As sociedades corretoras, apesar de terem mais do que duplicado o valor sob gestão, permaneceram com uma quota de mercado residual.

Quadro 41 - Valor sob Gestão por Tipo de Entidade

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
Instituições de crédito	5.415,9	9,0	6.915,9	10,2	4.209,2	6,2	27,7	-39,1
Nacionais	5.169,2	8,6	6.607,8	9,8	3.794,7	5,6	27,8	-42,6
Sucursais	246,7	0,4	308,0	0,5	414,5	0,6	24,9	34,6
Empresas de Investimento	28.124,3	46,6	29.947,6	44,3	30.035,9	44,5	6,5	0,3
Soc. Gest. Patrimónios	27.423,9	45,4	29.050,1	43,0	28.986,8	42,9	5,9	-0,2
Soc. Corretoras	56,8	0,1	45,4	0,1	98,2	0,1	-20,0	116,1
Soc. Fin. Corretagem	643,7	1,1	852,0	1,3	950,9	1,4	32,4	11,6
Sucursais E.I.	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-	-	-
Gestoras de Fundos	26.834,6	44,4	30.692,4	45,4	32.897,1	48,7	14,4	7,2
TOTAL	60.374,8	100,0	67.555,9	100,0	67.142,2	100,0	11,9	-0,6

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

A estrutura global da carteira do sector da gestão individual registou um movimento inverso ao ocorrido em 2009. O peso da dívida pública e das acções evoluiu de modo simétrico, o que sugere que, no caso da dívida pública e não obstante a descida das cotações da dívida soberana de diversos países europeus ter potenciado uma descida do valor dos activos em carteira (efeito preço), os gestores terão perspectivado essa situação como uma oportunidade de investimento atraente em função da subida das *yields* implícitas e reforçado a componente de dívida pública nas carteiras (efeito volume). As acções, e também as obrigações de empresas, viram o seu peso diminuir de forma relevante nas carteiras, parecendo ter havido um efeito de substituição, complementar ao reforço das aplicações em dívida pública, por outros instrumentos financeiros não qualificáveis como valores mobiliários, como sejam os derivados sobre acções, risco de crédito (CDS) e *commodities*, tendo estes últimos sido um activo de refúgio de muitos investidores em 2010 e proporcionado, em geral, rentabilidades bastante atractivas.

Quadro 42 - Montantes sob Gestão por Tipo de Valor

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
Valores Mobiliários	49.863,2	82,6	57.960,5	85,8	56.278,1	83,3	16,2	-2,9
Acções	3.864,9	6,4	4.940,5	7,3	4.416,8	6,5	27,8	-10,6
Dívida Pública	14.007,2	23,2	13.478,3	20,0	14.908,6	22,1	-3,8	10,6
Obrigações ^(*)	24.625,0	40,8	31.424,4	46,5	28.667,3	42,4	27,6	-8,8
Unidades de Participação	6.650,6	11,0	7.365,4	10,9	7.371,1	10,9	10,7	0,1
Outros VM	715,5	1,2	751,8	1,1	914,3	1,4	5,1	21,6
Outros Activos	10.511,6	17,4	9.595,4	14,2	10.864,1	16,1	-8,7	13,2
TOTAL	60.374,8	100,0	67.555,9	100,0	67.142,2	100,0	11,9	-0,6

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

Legenda: ^(*) Inclui a rubrica "Outros Fundos Públicos".



CMVM

No que respeita à orientação geográfica dos investimentos verificou-se uma diminuição generalizada das aplicações em valores mobiliários em todos os países da União Europeia, com excepção de Portugal. A redução do investimento foi mais pronunciada na Grécia e na Irlanda, países que foram objecto de auxílio financeiro externo durante 2010. No que diz respeito a Portugal, e não obstante as dificuldades orçamentais já sentidas em 2010, os gestores efectuaram uma forte aposta em activos nacionais, os quais cresceram mais de 19% face a 2009. Este aumento foi devido em grande parte à afectação dos montantes sob gestão a dívida pública nacional (1,4 mil milhões de euros ou 78% do crescimento das aplicações em activos nacionais).

Ocorreu também um incremento muito relevante, superior a dois dígitos, no investimento em instrumentos financeiros não admitidos à negociação e em outros activos.

Quadro 43 - Investimento por País

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Δ%	Δ%
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	(2007-08)	(2008-09)
Valores Mobiliários Cotados (*)	36.110,6	59,8	42.766,2	63,3	40.183,7	59,8	18,4	-6,0
Portugal	8.057,0	13,3	9.329,4	13,8	11.130,1	16,6	15,8	19,3
Luxemburgo	9.070,3	15,0	11.305,4	16,7	9.623,6	14,3	24,6	-14,9
Alemanha	4.288,1	7,1	3.863,7	5,7	3.123,6	4,7	-9,9	-19,2
Reino Unido	3.724,7	6,2	5.439,2	8,1	5.239,3	7,8	46,0	-3,7
Espanha	2.101,5	3,5	2.474,6	3,7	2.402,2	3,6	17,8	-2,9
França	1.975,8	3,3	2.068,6	3,1	1.760,4	2,6	4,7	-14,9
Irlanda	1.423,9	2,4	1.610,4	2,4	1.255,5	1,9	13,1	-22,0
Holanda	1.004,0	1,7	1.300,7	1,9	1.257,9	1,9	29,5	-3,3
Itália	1.434,6	2,4	1.896,6	2,8	1.594,8	2,4	32,2	-15,9
Grécia	877,6	1,5	945,8	1,4	578,5	0,9	7,8	-38,8
Outros	2.153,1	3,6	2.532,0	3,7	2.217,9	3,3	17,6	-12,4
Unidades de Participação	6.650,6	11,0	7.365,4	10,9	7.371,1	11,0	10,7	0,1
Nacionais	1.983,1	3,3	2.198,5	3,3	2.240,5	3,3	10,9	1,9
Países da UE	2.482,2	4,1	2.912,9	4,3	3.332,1	5,0	17,4	14,4
Outros países	2.185,4	3,6	2.253,9	3,3	1.798,4	2,7	3,1	-20,2
Não Cotados	7.101,9	11,8	7.828,9	11,6	8.723,4	13,0	10,2	11,4
Outros Activos	10.511,6	17,4	9.595,4	14,2	10.864,1	16,2	-8,7	13,2
TOTAL	60.374,8	100,0	67.555,9	100,0	67.142,2	100,0	11,9	-0,6

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada pelos intermediários financeiros até 30-04-2011.

Legenda: (*) – Excluindo Unidades de Participação em Fundos de Investimento.

2.6.2 Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários e Fundos Especiais de Investimento

Os valores sob gestão de fundos de investimento mobiliário e de fundos especiais de investimento diminuíram, embora em percentagens muito diferenciadas. Nos primeiros, a queda dos valores geridos ascendeu a 24,8% e foi devida ao forte desinvestimento em fundos de tesouraria e de obrigações. No caso dos fundos especiais de investimento, a quebra dos valores geridos foi ligeira (-1,8%). Deve porém ser assinalado que, apesar do número de fundos ter aumentado no último ano, foi a primeira vez em que se registou uma redução dos valores sob gestão por estes fundos desde que foram criados em 2004.



CMVM

Quadro 44 – Número de Fundos e Valor sob Gestão por Tipo de Fundo

Unidade: 10⁶ Euro

Tipo Fundo	31-12-2008			31-12-2009			31-12-2010			Δ% Valor	
	N.º Fundos	Valor	%	N.º Fundos	Valor	%	N.º Fundos	Valor	%	(2008-09)	(2009-10)
Fundos de Acções Nacionais	19	367,0	2,6	19	546,4	3,2	19	382,9	2,7	48,9	-29,9
Fundos de Acções Estrangeiras	47	742,7	5,2	46	1.022,9	5,9	46	1.160,2	8,1	37,7	13,4
Fundos de Obrigações	39	2.767,1	19,3	38	2.117,9	12,3	37	1.555,9	10,9	-23,5	-26,5
Fundos Mistos	9	89,8	0,6	9	93,7	0,5	9	85,3	0,6	4,3	-9,0
Fundos de Tesouraria	20	2.969,3	20,7	18	3.976,1	23,1	18	1.810,3	12,7	33,9	-54,5
Fundos do Mercado Monetário	3	15,4	0,1	2	12,0	0,1	3	46,3	0,3	-22,2	286,9
Fundos Poupança Reforma	20	1.424,2	9,9	17	1.315,4	7,6	18	1.281,4	9,0	-7,6	-2,6
Fundos de Fundos	26	688,3	4,8	20	579,2	3,4	20	507,5	3,6	-15,9	-12,4
Fundos Flexíveis	16	1.268,3	8,8	17	1.806,0	10,5	19	1.912,7	13,4	42,4	5,9
Fundos Garantidos	10	202,3	1,4	8	183,8	1,1	2	17,0	0,1	-9,2	-90,8
OICVM	209	10.534,5	73,5	194	11.653,3	67,6	191	8.759,4	61,5	10,6	-24,8
Fundos Especiais de Investimento	83	3.807,3	26,5	94	5.577,6	32,4	100	5.478,0	38,5	46,5	-1,8
TOTAL	292	14.341,8	100,0	288	17.230,9	100,0	291	14.237,4	100,0	20,1	-17,4

Fonte: CMVM.

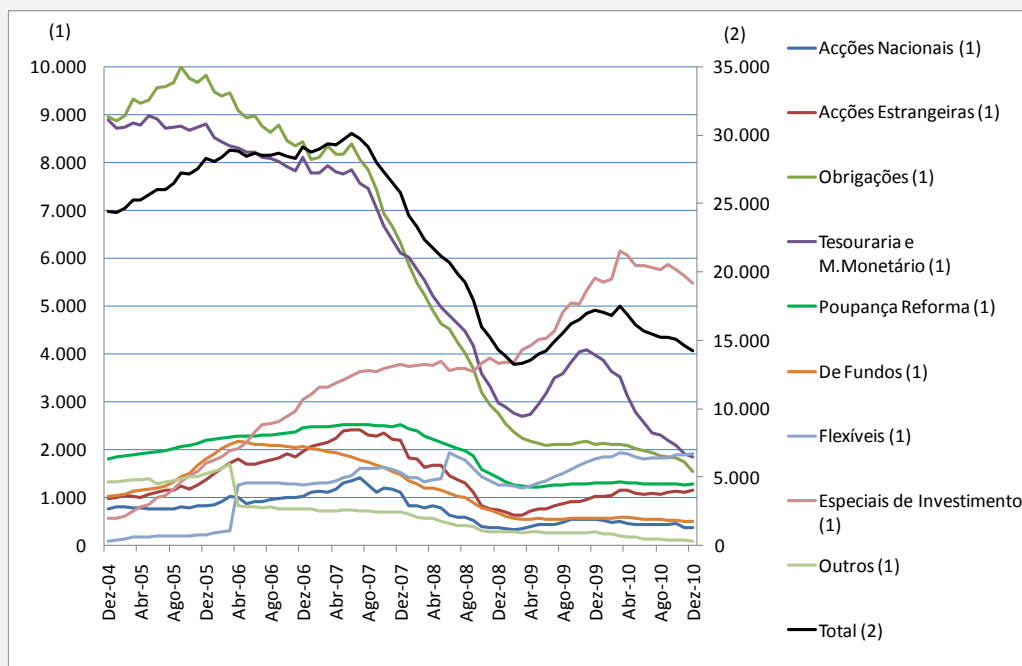
Legenda: FPA - F. Poupança Acções; FPPE - F. Poupança Reforma Educação; FMM - F. Mercado Monetário; FEI - Fundos Especiais de Investimento.

CAIXA 5 – O DESINVESTIMENTO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO NACIONAIS

Os fundos de investimento mobiliário registaram um crescimento significativo e quase contínuo dos valores sob gestão desde a sua criação. De 31 de Dezembro de 1991 até 30 de Junho de 2007, data em que atingiram o máximo histórico, os valores geridos sextuplicaram, o que se traduz numa taxa média de crescimento anual na ordem dos 13,4%.

Evolução dos Valores sob Gestão por Tipo de Fundo Mobiliário Nacional

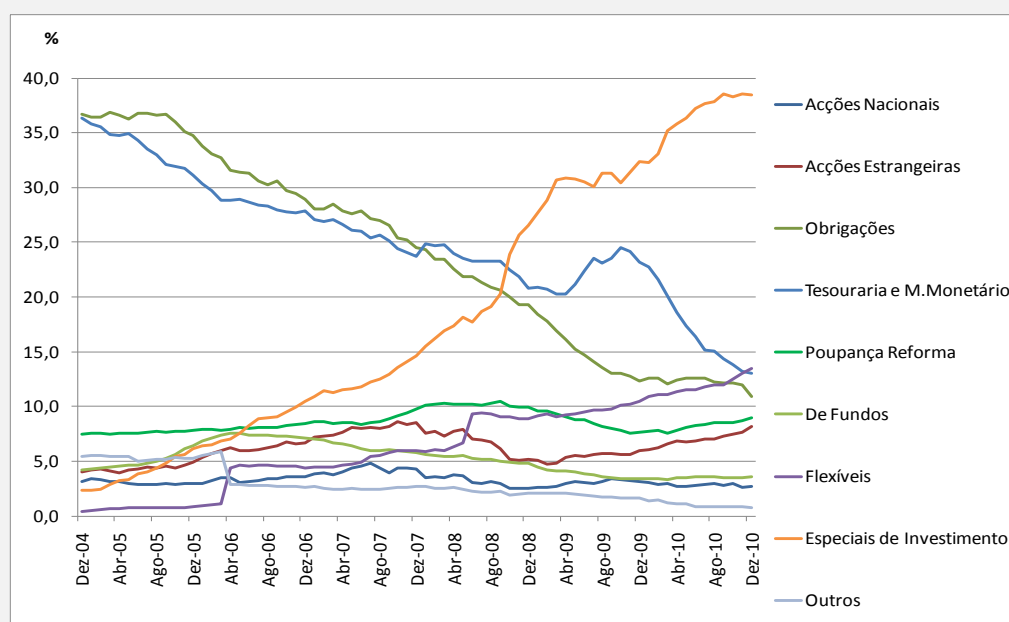
(10⁶ Euros)



A partir de 30 de Junho de 2007 iniciou-se um período de 20 meses de redução sucessiva dos valores sob gestão. O início da grave crise financeira que assolou os mercados no Verão de 2007 marca, de forma significativa, uma inflexão na tendência de crescimento dos valores geridos. Entre Junho de 2007 e Dezembro de 2010, os valores sob gestão por fundos de investimento mobiliário e fundos especiais de investimento caíram 50,3%, situando-se no final de 2010 em cifras similares às verificadas em Janeiro de 1997.

Contudo, algumas das tendências de médio e longo prazo, que subsistem após o início da crise económico-financeira, já se haviam de algum modo iniciado pelo menos dois anos antes. De facto, a tendência de perda de valor sob gestão entre os tipos de fundos predominantes em finais de 2004 – os fundos de obrigações e os fundos de tesouraria - é consideravelmente anterior à registada para a globalidade do sector.

**Evolução da Estrutura do Mercado de Fundos de Investimento Mobiliários
Portugueses por Tipo de Fundo (%)**



Nos demais tipos de fundos destacam-se dois movimentos de médio prazo, de sentido oposto, que têm as suas raízes em momento anterior à crise: o dos fundos especiais de investimento e o dos fundos flexíveis. O valor sob gestão dos fundos especiais de investimento tem crescido de forma praticamente contínua desde finais de 2004, culminando num valor máximo registado em Março de 2010. Desde então estes fundos registaram o mais significativo e mais intenso período de perda dos valores sob gestão. Tal não foi, porém, suficiente para interromper o progressivo ganho de quota de mercado por parte dos fundos especiais de investimento ao ponto de representarem 38,5% do valor global sob gestão de fundos mobiliários em finais de 2010, uma quota que corresponde sensivelmente ao triplo da obtida pelo segundo tipo de fundo mais relevante (os fundos flexíveis, com uma quota de mercado de 13,4% no final de 2010).



CMVM

Quanto aos demais tipos de fundos, ainda que com valores sob gestão menos relevantes, destacam-se os fundos de acções nacionais e os fundos de acções estrangeiras. Não se identificando diferenças substanciais no perfil evolutivo das duas séries cronológicas ao longo dos primeiros cinco anos do período analisado, os últimos meses, em particular desde o final de 2009, ficaram marcados por um incremento irregular mas progressivo dos valores sob gestão dos fundos de acções estrangeiras que não teve paralelo entre os fundos de acções nacionais.

Em suma, e sem prejuízo de aspectos que se avançarão mais adiante relativos aos demais tipos de fundos de investimento, a crise económico-financeira terá perturbado com intensidade diferenciada a evolução dos tipos de fundos mobiliários mais relevantes, mas não terá condicionado significativamente as tendências de médio prazo identificadas.

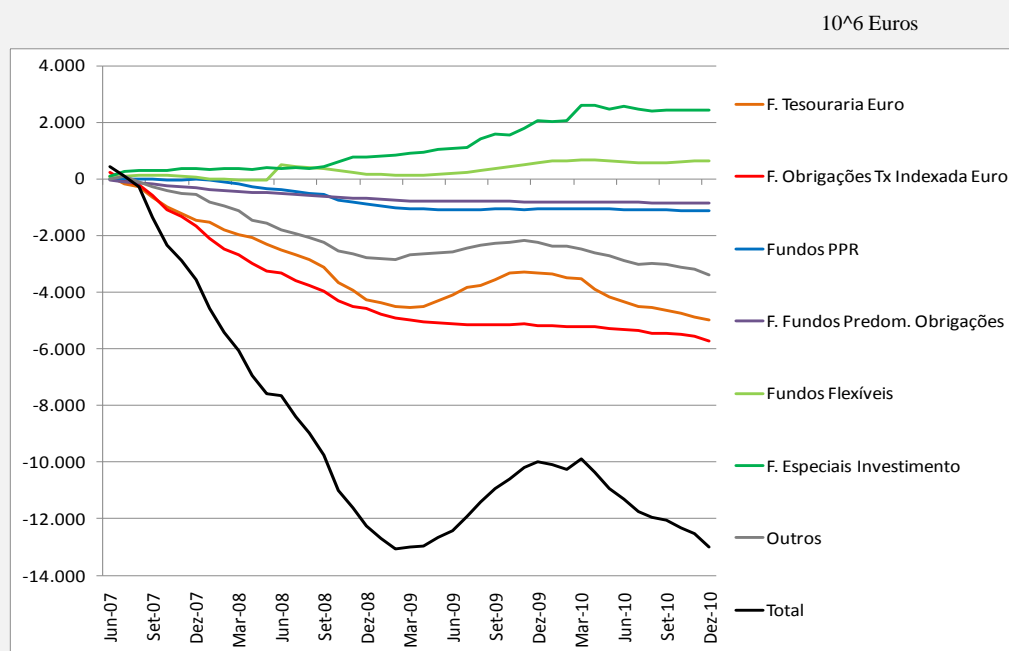
Centrando a análise entre o início da crise e o final de 2010, constata-se um período de recuperação generalizada (ainda que com dimensões variadas ao nível dos valores sob gestão dos diversos tipos de fundos) que se terá iniciado após o primeiro trimestre de 2009 e perdurado até aos primeiros meses de 2010. Já em 2010 começaram a verificar-se perfis de evolução distintos que se foram tornando mais pronunciados até ao presente. Assim, os fundos de tesouraria e os fundos de acções nacionais e ainda os fundos especiais de investimento começaram a registar perdas sucessivas dos valores sob gestão. Estes três tipos de fundos juntam-se ao perfil negativo que se tem verificado quase sem interrupções nos fundos de obrigações e nos fundos de fundos. Os fundos de obrigações e os fundos de tesouraria viram acelerado o ritmo de perda de quota de mercado nos últimos tempos e foram ultrapassados pelos fundos flexíveis em termos de quota de mercado. Em sentido contrário à evolução global dos fundos de investimento mobiliário, destacam-se os fundos flexíveis e os fundos de acções estrangeiras que mantiveram a tendência de aumento do valor sob gestão iniciado há quase dois anos.

O desinvestimento ocorrido foi em grande parte explicado por subscrições líquidas negativas. Entre Junho de 2007 e Dezembro de 2010, os fundos de investimento mobiliário perderam 13.426,9 milhões de euros (em termos de resgates líquidos de subscrições). As perdas mais importantes registaram-se entre os fundos de obrigações (46,7% do total), os fundos de tesouraria (37,7% do total), os fundos poupança reforma (8,3% do total) e os fundos de fundos (7,9% do total). Cerca de 82% do total das subscrições líquidas negativas de fundos de investimento mobiliário entre 30 de Junho de 2007 e 31 de Dezembro de 2010 é atribuível aos fundos de obrigações de taxa variável euro e aos fundos de tesouraria euro. Pelo contrário, os fundos especiais de investimento e os fundos flexíveis registaram subscrições líquidas positivas praticamente desde o início do período em análise. Os fundos de poupança reforma e os fundos de fundos mistos de obrigações registaram também subscrições líquidas negativas entre Junho de 2007 e Dezembro de 2010 dignas de registo.



CMVM

Acumulado das Subscrições Líquidas de Resgates, por Tipo de Fundo



A existência de subscrições líquidas negativas teve um efeito concomitante na redução do número de participantes. O número de participantes não caiu, porém, ao mesmo ritmo do valor sob gestão após o início da crise financeira.

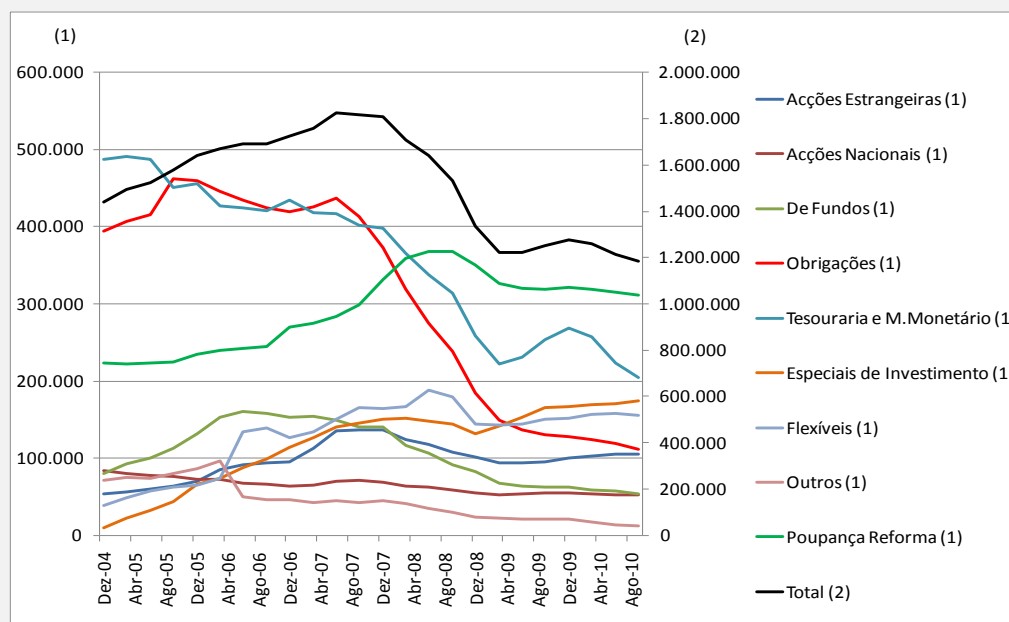
A comparação do número de participantes com as subscrições líquidas, permite concluir que as duas séries têm evolução muito semelhante (a correlação das variações trimestrais destas duas séries é de 0,924). Pode, assim, concluir-se que, pelo menos num número muito relevante de casos, os participantes dos fundos de investimento mobiliário têm resgatado na íntegra as unidades de participação de que eram detentores, abandonando este sector de actividade. Donde, é razoável imputar uma parte significativa da queda mais recente no valor global sob gestão à perda efectiva de investidores.

Os fundos de obrigações, os fundos de tesouraria e também os fundos de acções nacionais, que tinham já registado alguma perda de participantes no momento prévio ao início da crise, perderam cerca de metade dos seus participantes entre Dezembro de 2004 e Setembro de 2010. Noutras situações, como sejam os casos dos fundos de poupança reforma, dos fundos especiais de investimento, dos fundos flexíveis ou dos fundos de acções estrangeiras, registaram-se ganhos líquidos importantes no número de participantes. Em particular, os fundos especiais de investimento e os fundos flexíveis aumentaram de 18,1 e 4,1 vezes, respectivamente, no número de participantes entre Dezembro de 2004 e Setembro de 2010.



CMVM

Evolução do Número Total de Participantes por Tipo de Fundo



Os fundos de poupança reforma passaram a ser, desde Junho de 2008, o tipo de fundos com maior número de participantes, apesar do valor sob gestão ter diminuído desde 2006 e de ter também diminuído o número de participantes desde o início de 2007. Tal pode ser explicado pelo facto de o regime dos FPR ter completado 20 anos em 2010 e de alguns planos terem sido já objecto de reembolso dentro das condições admissíveis, nomeadamente para a reforma dos investidores, o que eventualmente terá implicado uma redução significativa (ou a extinção) do valor dos respectivos planos, bem como pelo possível resgate dos montantes aplicados em FPR para fazer face a necessidades de consumo.⁵³ Por outro lado, em virtude das sucessivas reduções das deduções fiscais introduzidas no Estatuto dos Benefícios Fiscais, os novos participantes que entrem neste tipo de fundo não necessitam de investir um montante tão elevado como outrora para maximizar o benefício fiscal.

Entre Junho de 2007 e Setembro de 2010, o sector dos fundos de investimento mobiliário perdeu um pouco mais de 643 mil participantes, o que corresponde a 35,2% do total registado em Junho de 2007. Destes, cerca de 98% eram pessoas singulares. Os fundos de obrigações foram responsáveis por 49,8% do total de saídas de participantes, seguindo-se-lhes os fundos de tesouraria (28,5%), os fundos de fundos (14,5%) e os fundos de acções estrangeiras (4,7%). Os fundos de obrigações de taxa variável euro, os fundos de tesouraria euro e os fundos de fundos mistos de obrigações perderam, respectivamente, 76%, 49% e 72% dos participantes entre Junho de 2007 e Setembro de 2010, representando em valor absoluto cerca de 650 mil participantes.

⁵³ A taxa de tributação dos rendimentos gerada é optimizada ao fim de 8 anos de detenção de um FPR.



CMVM

Evolução dos Valores Investidos em Diversas Aplicações Financeiras⁵⁴

10⁶ Euros

	Dez-05	Dez-06	Jun-07	Dez-07	Dez-08	Dez-09	Dez-10	Var 2010/2006
Depósitos Bancários de Particulares Residentes	90.114	93.236	94.351	100.759	115.218	116.677	118.989	25.753
Gestão Individual	36.564	59.921	64.263	64.386	60.375	67.556	67.145	7.223
Depósitos Bancários de Sociedades Não Financeiras Residentes	28.463	30.354	27.672	29.913	29.328	30.896	36.533	6.179
Fundos de Titularização de Créditos	20.705	22.215	23.130	24.883	32.894	35.281	32.302	10.086
Fundos de Pensões de Adesão Colectiva	18.390	20.485	n.d.	21.592	19.670	21.271	19.071	-1.415
Certificados de Aforro	16.246	17.249	17.583	18.050	17.198	16.871	15.471	-1.778
Unit Linked	10.077	12.483	n.d.	13.804	12.829	14.818	n.d.	2.334
Fundos de Investimento Imobiliário	8.136	9.313	9.511	9.649	9.326	10.124	10.356	1.043
Fundos de Investimento Mobiliário	25.560	26.096	26.590	21.986	10.535	11.653	8.759	-17.336
Fundos Especiais de Investimento	1.730	3.042	3.554	3.777	3.807	5.578	5.478	2.436
Capital de risco	824	1.029	1.367	1.525	1.473	3.107	2.884	1.855
Operações de Capitalização (Ramo Segurador)	1.930	2.206	n.d.	2.512	2.581	2.454	n.d.	248
Fundos Especiais de Investimento Imobiliário	28	446	593	801	1.372	1.733	1.863	1.417
Fundos Mobiliários Estrangeiros Comercializados em Portugal	683	1.118	1.281	1.174	448	725	930	-188
Certificados do Tesouro	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	685	n.a.
Fundos de Pensões de Adesão Individual	591	700	n.d.	764	612	646	654	-46
Total	260.042	299.895	269.896	315.576	317.665	339.389	321.120	37.812

Nota 1: Os dados dos depósitos bancários respeitam a 30 de Novembro de 2010 e os do capital de risco a Junho de 2010.

Nota 2: No caso dos *unit linked* e operações de capitalização, o ISP só terá disponível, no final de Abril de 2011, a informação relativa a Dezembro de 2010, pelo que para estes dois casos é apresentada na última coluna do quadro a variação 2006-2009.

Este fluxo de desinvestimento em fundo de investimento terá sido transferido para outro tipo de aplicações financeiras, ainda que tenham um binómio rentabilidade/risco bastante heterogéneo. Assim, parece ter havido um efeito claro de substituição das aplicações em fundos de investimento pelas aplicações em depósitos bancários. O gráfico seguinte permite concluir que o desinvestimento (efeito volume) em fundos de investimento mobiliário nacionais se iniciou ainda antes da crise financeira, uma vez que já em 2006 as subscrições líquidas foram negativas na ordem dos 1,27 mil milhões de euros, ainda que os valores sob gestão tivessem crescido até Junho de 2007 (o que se pode atribuir a um efeito preço). Porém, uma figura alternativa de fundo de investimento – os fundos especiais de investimento – que nessa data tinha sido criada há pouco mais de um ano, registou um movimento quase simétrico nas subscrições líquidas, pelo que o impacto no conjunto dos fundos de investimento foi praticamente nulo. Estes fundos, aliás, apresentam a particularidade de ao longo de todo o período apresentado no gráfico terem registado sempre subscrições líquidas positivas, as quais, entre o segundo semestre de 2007 e o final de 2010, ascenderam a mais de 2,3 mil milhões de euros. Ao invés, em idêntico período, os fundos de investimento mobiliário registaram um desinvestimento líquido superior a 15,7 mil milhões de euros. Parece ser assim possível afirmar que também aqui existiu um efeito de substituição entre fundos de investimento mobiliário e fundos especiais de investimento, ainda que este explique apenas cerca de 15% do desinvestimento registado nos fundos de investimento mobiliário. Em outras aplicações alternativas, nomeadamente nos certificados de aforro, o saldo líquido de desinvestimento no período em análise ascendeu a 2,3 mil milhões de euros. Os certificados do Tesouro, lançados em Julho de 2010, registaram um afluxo positivo de subscrições, ainda assim com um efeito compensador de apenas cerca de 25% do desinvestimento ocorrido em certificados de aforro. Como já referido, os investidores parecem ter procurado refúgio em aplicações de

⁵⁴ Os fundos de titularização de créditos e o sector do capital de risco não são objecto de análise nesta caixa por se tratar de investimentos principalmente dirigidos a investidores institucionais.

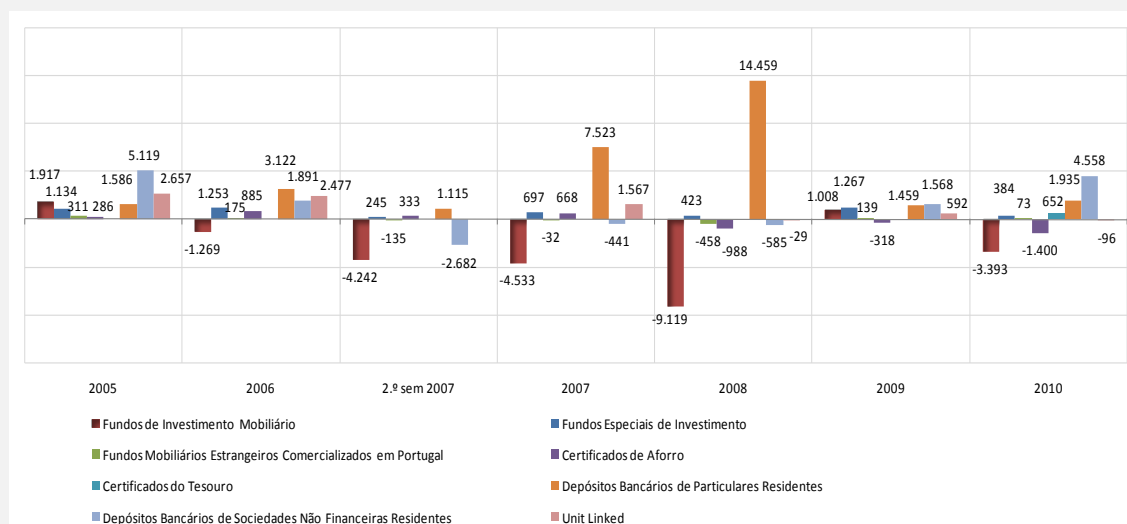


CMVM

menor risco como foi o caso dos depósitos bancários que aumentaram cerca de 21,8 mil milhões de euros entre Junho de 2007 e Novembro de 2010.⁵⁵ Uma nota ainda para o investimento líquido em *unit linked*, o qual ascendeu a cerca de 2 mil milhões de euros entre 2007 e 2010.

Evolução das Subscrições Líquidas em Diversas Aplicações financeiras

10⁶ Euros



A análise do gráfico seguinte torna verosímil acreditar que tenham existido importantes transferências directas entre fundos e depósitos a prazo. Com raras excepções, as séries relativas aos fundos apresentam um andamento consistentemente simétrico ao identificado para os depósitos a prazo para o período anterior e posterior ao início da crise financeira.

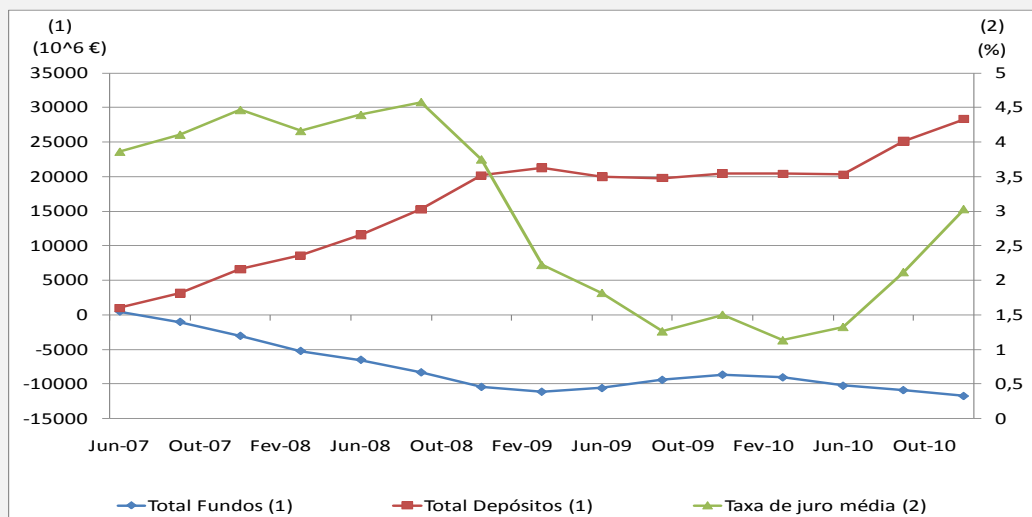
⁵⁵ Ainda que com andamentos diferentes consoante se trate de depósitos de particulares, os quais tiveram sempre afluxos positivos, ou de depósitos de empresas não financeiras, que só em 2009 e 2010 registaram variações positivas dos montantes depositados.

Evolução do Número de Investidores, Valor Global sob Gestão e Total de Depósitos a Prazo em Taxas de Variação Homóloga



No gráfico seguinte destaca-se a evolução contemporânea das subscrições líquidas acumuladas em depósitos e em fundos entre os cinco maiores grupos financeiros nacionais. Pode concluir-se que os depósitos a prazo reagem positivamente a movimentos de subidas das taxas de juro e resistem bem a movimentos de descida, denotando assim uma maior rigidez face a variações negativas das remunerações.

Evolução das Subscrições Líquidas Acumuladas em Depósitos e em Fundos de Investimento e Evolução da Taxa de Juro Média de novos Depósitos entre os Cinco Maiores Grupos Financeiros Portugueses



Além da substituição do investimento em fundos por depósitos, os investidores terão dado privilégio a instrumentos de aforro do sector segurador. Apesar de serem formalmente um seguro, os *unit linked* são uma real alternativa aos fundos de investimento pois o seu rendimento depende da evolução de um determinado



CMVM

conjunto de unidades de participação de fundos de investimento associadas a esse seguro, pelo que são um produto directamente concorrencial com os fundos de investimento tradicionais. Recorda-se que, em 2007, por ocasião da transposição da DMIF para o ordenamento jurídico interno, o CódVM foi alterado no sentido de atribuir à CMVM as competências de supervisão da distribuição deste produto.

Os *unit linked* são, porém, produtos que podem apresentar características diferenciadas dos fundos de investimento, designadamente porque é comum que a estruturação do produto envolva a garantia do capital e/ou de um determinado retorno aos investidores. Assim, durante o período da crise pode ter-se verificado uma maior propensão dos investidores para trocarem os seus investimentos em fundos de investimento tradicionais por aplicações em *unit linked*.

Os montantes geridos em *unit linked* pelas seguradoras dos cinco maiores grupos bancários nacionais, com excepção de uma, registaram um crescimento relevante. Nestes cinco grupos bancários o investimento em *unit linked* aumentou mais de 2,2 mil milhões de euros, ou seja, 18,8%, entre 2006 e 2009. Adicionalmente, entre 2005 e 2010, o saldo líquido de investimento em *unit linked* (entradas menos saídas), para todo o sector, registou um valor positivo acumulado de cerca de 7,2 mil milhões de euros. É, assim, razoável admitir que este segmento de investimento possa ter captado parte da poupança que foi retirada de fundos de investimento, apesar de em 2010 se ter registado um investimento líquido negativo em *unit linked*.

Os fundos de investimento estrangeiros poderão também ter captado parte das poupanças retiradas dos fundos de investimento nacionais. Desde o início da crise e até ao final de 2010, os valores sob gestão de fundos estrangeiros detidos por investidores nacionais tiveram um decréscimo na ordem dos -27,2%, tendo o número de participantes registado uma redução de 4,7%. Apesar destas reduções, as taxas de variação foram significativamente inferiores às verificadas para os fundos de investimento mobiliário nacionais. Ademais, desde final de Dezembro de 2008 o ritmo de recuperação dos valores colocados por estes fundos junto de investidores nacionais foi mais intenso (um crescimento de mais de 100% entre 2008 e 2010, em grande medida devido a subscrições líquidas positivas de 212 milhões de euros em 2009 e 2010). Em 2010, o crescimento ocorreu em contra ciclo com o verificado para os fundos de investimento mobiliário nacionais.

A estrutura global da carteira dos fundos de investimento mobiliário e dos fundos especiais de investimento sofreu algumas alterações sensíveis entre 2009 e 2010. Assistiu-se a uma maior orientação dos gestores para a realização de investimentos em dívida pública nacional. Tal terá sido originado pelo aumento significativo das taxas de remuneração implícitas destes instrumentos financeiros, o que, sendo um factor de atractividade eventualmente não despreciando, induziu também um maior nível de risco nas carteiras dos fundos adquirentes.



CMVM

Ainda assim, e apesar de quase ter triplicado face a 2009, o peso da dívida pública ascendia apenas a 2,1% do total gerido pelos fundos de investimento.

Igualmente merecedor de relevo foi o movimento oposto registado no peso das acções nacionais e estrangeiras. No caso das primeiras, a queda de 30,7% foi muito superior à desvalorização do mercado accionista nacional (efeito preço), o que traduz um forte desinvestimento líquido neste tipo de activos que esteve necessariamente relacionado com a existência de subscrições líquidas negativas em fundos de acções nacionais. Quanto às acções estrangeiras, o seu peso nas carteiras dos fundos subiu de 9,2% em 2009 para 14,0% em 2010. Mesmo descontando deste aumento relativo o eventual efeito preço decorrente da valorização das acções negociadas em mercados estrangeiros (que em 2010 viram as suas cotações aumentar, mas não em percentagens de idêntica magnitude), a representatividade das acções estrangeiras não deixa de ser assinalável. No final de 2010 o peso das acções estrangeiras na estrutura das carteiras dos fundos atingiu um novo máximo histórico.

Quadro 45 – Estrutura da Carteira dos OICVM e FEL, por tipo de Activos e de Mercados

Unidade: 10⁶ Euro

		31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Δ% (2008-09) Δ% (2009-10)	
		Valor	%	Valor	%	Valor	%		
Dívida Pública	Nacional	28,2	0,2	83,2	0,5	304,8	2,1	194,8	266,3
	Estrangeira	769,7	5,4	956,9	5,6	1.059,4	7,4	24,3	10,7
Outros Fundos Públicos	Nacional	0,1	0,0	8,0	0,0	5,7	0,0	12.652,1	-29,4
	Estrangeira	20,1	0,1	230,5	1,3	24,0	0,2	1.044,5	-89,6
Obrigações	Nacional	1.149,0	8,0	1.336,6	7,8	985,5	6,9	16,3	-26,3
	Estrangeira	6.875,2	47,9	7.398,2	42,9	5.699,8	40,0	7,6	-23,0
Acções	Nacional	501,4	3,5	862,9	5,0	598,4	4,2	72,1	-30,7
	Estrangeira	1.075,0	7,5	1.588,5	9,2	1.990,6	14,0	47,8	25,3
Unidades de Participação	Nacional	694,3	4,8	646,2	3,8	568,3	4,0	-6,9	-12,1
	Estrangeira	1.264,2	8,8	1.102,0	6,4	1.148,2	8,1	-12,8	4,2
Títulos de Participação	Nacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Estrangeira	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Direitos	Nacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
	Estrangeira	0,0	0,0	4,7	0,0	6,8	0,0	-	-
Warrants	Nacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
	Estrangeira	9,8	0,1	10,7	0,1	3,7	0,0	9,1	-65,0
Opções	Nacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-	-
	Estrangeira	0,1	0,0	1,0	0,0	2,8	0,0	614,3	192,1
Outros	Nacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
	Estrangeira	0,4	0,0	1,2	0,0	0,8	0,0	235,6	-33,4
Valores Mobiliários		12.387,6	86,4	14.230,5	82,6	12.398,9	87,1	14,9	-12,9
Outros Activos		60,4	0,4	78,3	0,5	67,6	0,5	29,7	-13,6
Outros Instrumentos de Dívida		353,1	2,5	558,7	3,2	234,9	1,6	58,2	-58,0
Liquidez		1.790,0	12,5	2.575,4	14,9	1.733,0	12,2	43,9	-32,7
Empréstimos		-49,0	-0,3	-51,5	-0,3	-16,8	-0,1	5,1	-67,3
Valores a Regularizar		-200,2	-1,4	-160,5	-0,9	-180,3	-1,3	-19,8	12,3
TOTAL		14.341,8	100,0	17.230,9	100,0	14.237,4	100,0	20,1	-17,4

Fonte: CMVM.

Nota-se a redução verificada no peso da liquidez e dos empréstimos contraídos pelos fundos. Apesar de este movimento ser eventualmente contraditório com o afluxo de desinvestimento com que o sector foi confrontado em 2010, o aumento da liquidez dos mercados face a 2009 terá sido facilitador da alienação de activos para



CMVM

satisfazer os pedidos de resgate e poderá ter propiciado aos gestores melhores condições para uma mais eficiente gestão de tesouraria.

Quadro 46 - Indicadores Agregados dos OICVM Estrangeiros

	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	Δ (2008-09)	Δ (2009-10)
N.º Entidades Comercializadoras	11	10	10	-1	0
N.º OICVM	74	80	78	6	-2
Valor em Portugal (10 ⁶ Euro)	448,0	726,4	930,1	62,1%	28,0%

Fonte: CMVM.

2.6.3 Participações em Instituições de Investimento Colectivo Estrangeiras Comercializadas em Portugal

Apesar de o número de entidades comercializadoras de organismos de investimento colectivo em valores mobiliários estrangeiros se ter mantido praticamente inalterado face a 2009, os valores colocados junto de investidores nacionais aumentou 28%. Este movimento, contrário ao verificado nos fundos de investimento nacionais e que já se tinha sentido em 2009, parece ser tradutor de algum efeito de substituição entre o investimento em fundos nacionais e em fundos estrangeiros. Em valores absolutos, o aumento do valor sob gestão por fundos estrangeiros entre 2008 e 2010 foi inferior a 500 milhões de euros, enquanto em idêntico período os fundos mobiliários nacionais perderam cerca de 1,8 mil milhões do valor sob gestão.

Também neste caso, o aumento do valor colocado por fundos estrangeiros em Portugal se deveu a um efeito preço e a um efeito volume. Este último ascendeu, entre finais de 2008 e de 2010, a cerca de 212 mil milhões de euros, o que explica também que o número de investidores tenha aumentado em 38,4% (de cerca de 65 mil para 90 mil participantes).

2.6.4 Fundos de Investimento Imobiliário

O valor sob gestão dos fundos de investimento imobiliário continuou a manter uma trajectória ascendente, que se prolonga há vários anos. No entanto, o crescimento dos valores geridos no último ano (3,1%) traduz um significativamente abrandamento face ao aumento ocorrido em 2009. A partir de Setembro de 2010, verificou-se mesmo uma inflexão do crescimento dos valores geridos por fundos de investimento imobiliário, a qual se prolongou até ao final do ano (-1,6% neste período).

Uma análise global do crescimento dos valores geridos pelos fundos imobiliários como um todo omite porém dois factos que são merecedores de atenção. O primeiro respeita aos fundos imobiliários tradicionais, onde se incluem os abertos, que são objecto de maior investimento pelos aforradores de retalho. Neste caso, o valor sob



CMVM

gestão diminuiu 1,2% no ano, o que terá resultado de algumas correcções nos preços do mercado imobiliário que tiveram efeitos no valor das carteiras e das rentabilidades dos fundos. Por outro lado, os fundos especiais de investimento imobiliário registaram em 2010 um crescimento de 7,5% do valor sob gestão, o que não pode ser dissociado de se encontrarem em actividade no final do ano mais 14 fundos do que em 2009. Assim, pode concluir-se que foi o crescimento dos valores geridos por fundos especiais de investimento imobiliário que sustentou o crescimento do sector como um todo.

A estrutura da carteira dos fundos de investimento imobiliário (incluindo os especiais) não sofreu alterações sensíveis. No entanto, assistiu-se ao aumento em 4.7 p.p. das construções acabadas e à diminuição da liquidez e ao aumento dos empréstimos contraídos (+ 7,8%). Este último aspecto pode ser explicado por alguma pressão de resgates que se fez sentir no último trimestre de 2010, bem como poderá significar que algumas das aquisições de imóveis foram efectuadas com recurso a financiamento.

Quadro 47 – Estrutura da Carteira dos Fundos de Investimento Imobiliário

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010	
	Valor	% Total	Valor	% Total	Valor	% Total
Imóveis situados em Estados da União Europeia	12.452,2	116,4	13.513,3	114,0	14.283,9	116,9
<i>Terrenos</i>	2.047,2	19,1	2.029,5	17,1	2.059,1	16,9
<i>Construção de Reabilitação</i>	149,3	1,4	180,5	1,5	209,7	1,7
<i>Outros Projectos de Construção</i>	1.666,1	15,6	2.007,2	16,9	1.862,4	15,2
<i>Construções Acabadas</i>	8.471,3	79,2	9.247,9	78,0	10.100,8	82,7
<i>Direitos</i>	118,4	1,1	48,1	0,4	51,9	0,4
Imóveis situados fora da União Europeia	10,0	0,1	12,9	0,1	14,6	0,1
<i>Terrenos</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Construção de Reabilitação</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Outros Projectos de Construção</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Construções Acabadas</i>	10,0	0,1	12,9	0,1	14,6	0,1
<i>Direitos</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sub-Total IMÓVEIS	12.462,2	116,5	13.526,2	114,1	14.298,5	117,0
Unidades de Participação	104,6	1,0	127,9	1,1	78,9	0,6
Participações em Sociedades Imobiliárias	253,9	2,4	321,3	2,7	354,6	2,9
Liquidez	522,1	4,9	844,8	7,1	792,9	6,5
À vista	191,7	1,8	255,8	2,2	168,2	1,4
A prazo	330,4	3,1	589,0	5,0	624,6	5,1
Empréstimos	-2.530,6	-23,7	-2.787,6	-23,5	-3.005,7	-24,6
Outros valores a regularizar	-114,3	-1,1	-176,5	-1,5	-300,4	-2,5
Sub-Total	-1.764,3	-16,5	-1.670,1	-14,1	-2.079,9	-17,0
TOTAL	10.697,9	100,0	11.856,1	100,0	12.218,6	100,0

Fonte: CMVM.



CMVM

2.7 TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS

O ano de 2010 marca uma inversão na tendência de crescimento dos fundos de titularização de créditos, com os valores sob gestão a diminuírem 8,5%. Esta inflexão no crescimento dos fundos de titularização foi motivada pela substituição deste veículo pela emissão de obrigações por sociedades de titularização de créditos, as quais aumentaram cerca de 9 mil milhões de euros face ao ano anterior. Este efeito foi particularmente sentido nos créditos hipotecários titularizados (menos 3,7 mil milhões de euros face a 2009).

Quadro 48 - Estrutura da Carteira dos FTC

Unidade: 10 ⁶ Euro								
	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Var % (2008-09)	Var % (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
Créditos Hipotecários	28.724,4	87,3	29.457,5	85,4	25.765,0	79,8	2,6	-12,5
Créditos ao Consumo	2.174,0	6,6	3.727,4	8,7	4.429,5	13,7	71,5	18,8
Créditos sobre o Estado ou Outras Pessoas Colectivas	988,3	3,0	961,3	2,7	682,9	2,1	-2,7	-29,0
Créditos de F. de Pensões	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Créditos Futuros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Outros Créditos	17,2	0,1	18,3	0,1	8,7	0,0	6,6	-52,5
Créditos	31.903,8	96,9	34.164,6	96,8	30.886,1	95,7	7,1	-9,6
VM cotados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Dívida de Curto Prazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Unidades de Participação	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Liquidez	1.406,3	4,3	1.318,7	3,7	1.674,9	5,2	-6,2	27,0
Empréstimos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Valores a Regularizar	-416,4	-1,2	-202,4	-0,6	-286,4	-0,9	-51,4	41,5
TOTAL	32.893,8	100,0	35.280,9	100,0	32.274,6	100,0	7,3	-8,5

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada até 30-04-2011.

2.8 CAPITAL DE RISCO

O montante dos investimentos em carteira das sociedades e dos fundos de capital de risco (activos sob gestão) diminuiu 24,2% em 2010. Esta queda resultou da redução do valor gerido pelos fundos de capital de risco (-757,2 milhões de euros) motivada pela alteração de critérios contabilísticos de valorização das participações. Enquanto em 2009 o capital subscrito e não realizado era considerado para a determinação do valor global dos fundos, a partir de 2010, em resultado da aplicação do sistema de normalização contabilística, apenas o capital realizado passou a ser elegível para o cálculo do valor dos fundos. Assim, se se considerar que em 2009 o capital não realizado ascendia a cerca de 1,2 mil milhões de euros, conclui-se por um aumento implícito do valor sob gestão em 2010 de cerca de 34,9%. Nas sociedades de capital de risco verificou-se um aumento dos activos geridos, ainda que ténue (0,9%).



CMVM

De facto, com a entrada em vigor do Sistema de Normalização Contabilística (SNC) e a consequente revogação do POC, as SCR e os FCR passaram a utilizar o SNC na organização da sua contabilidade, mantendo-se algumas especificidades previstas no Regulamento da CMVM n.º 12/2005 e no Regulamento da CMVM n.º 1/2008, nomeadamente no que respeita aos critérios valorimétricos dos activos de capital de risco.

Nesses termos, a apresentação em Balanço da conta de capital foi alterada e passou a evidenciar o capital subscrito deduzido do montante não realizado que se encontra registado na conta accionistas/sócios (accionistas com subscrição/quotas não liberadas), em detrimento do previsto em sede de POC (no qual a conta de capital evidenciava o montante total subscrito, por contrapartida de uma conta de terceiros, que integrava o activo). Consequentemente, o volume de actividade de capital de risco no ano de 2010 não é directamente comparável com o período homólogo. Atento o conceito de montante sob gestão, que na esfera das SCR corresponde aos investimentos realizados e nos FCR corresponde ao VLGF, a adopção das regras do SNC produziu maior impacto no valor das unidades de participação dos FCR que não tinham o seu capital integralmente realizado. Estes fundos evidenciaram uma redução que foi tanto maior quanto a parcela de capital por realizar.

A análise resultante da supervisão prudencial da actividade de capital de risco (ver ponto 3.1.2) permitiu verificar que, apesar de na generalidade das sociedades se verificar uma redução nos custos operacionais em 2010, cinco SCR evidenciaram um relevante acréscimo dos custos operacionais, face aos valores registados no exercício anterior e/ou comparativamente com o volume de proveitos operacionais, culminando em resultados líquidos negativos. Este comportamento dos custos operacionais deveu-se essencialmente ao registo de menos-valias potenciais relativas às participações detidas, ao aumento nos fornecimentos e serviços externos ou ao registo de ajustamentos de valores a receber. Verificou-se também uma redução do fundo de maneo em algumas SCR que apresentaram valores negativos.



CMVM

Quadro 49 – Valor da Carteira de Investimentos das SCR em 31 de Dezembro de 2010

SCR	Nº de investimentos	Dez-09		Nº de investimentos	Dez-10	
		Investimento total ^{(1) (2)}	% Montante sob gestão		Investimento total ^{(1) (2)}	% Montante sob gestão
Participações	111	571,8	77,5	109	571,3	76,8
Participações cotadas	3	10,3	1,4	4	16,8	2,3
Participações não cotadas	108	561,5	76,2	105	554,4	74,5
Outros financiamentos	52	22,4	3,0	61	25,6	3,4
Prestações suplementares	15	12,0	1,6	19	14,7	2,0
Prestações acessórias	4	0,4	0,1	5	0,9	0,1
Suprimentos	30	9,9	1,3	34	10,0	1,3
Empréstimos titulados	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Empréstimos não titulados	3	0,1	0,0	3	0,1	0,0
Investimentos em UP's de FCR	21	79,2	10,7	21	76,4	10,3
Sub Total	184	673,4	91,3	191	673,3	90,5
Depósitos e outros meios líquidos		56,0	7,6		66,2	8,9
Outros activos afectos a capital de risco		8,0	1,1		4,3	0,6
Sub Total		64,0	8,7		70,5	9,5
Total		737,4	100,0		743,8	100,0

Fonte: CMVM.

⁽¹⁾ Valores em milhões de euro.

⁽²⁾ De acordo com a valorização de cada activo reportada no Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

O aumento implícito global dos valores sob gestão foi devido não só à valorização das participações em carteira, como também ao saldo líquido positivo de investimentos (91 milhões de euros) traduzido pela diferença entre aquisições e alineações de participações (ao preço de custo) em empresas financiadas por capital de risco. O investimento líquido foi mais intenso nos fundos de capital de risco (+96 milhões de euros) do que nas sociedades de capital de risco que, ao invés, tiveram um investimento líquido negativo de cerca de 5 milhões de euros.

No contexto europeu, de acordo com dados da *European Private Equity & Venture Capital Association* (EVCA), a actividade do capital de risco registou uma expansão de cerca de 40% dos valores sob gestão, tendo havido um significativo aumento do investimento líquido em 2010. Ainda assim, a EVCA estima que no final de 2010 o sector do capital de risco disponha de cerca de 100 mil milhões de euros disponíveis como base de potencial de investimento em empresas alvo.



CMVM

Quadro 50 – Valor da Certeira de Investimentos dos FCR em 31 de Dezembro de 2010

FCR	Nº de investimentos	Dez-09			%	Nº de investimentos	Dez-10			%
		Valor ^{(1) (2)}	%	VLGF			Valor ^{(1) (2)}	%	VLGF	
Participações	441	717,4	60,2		67,1	497	798,3	49,7		56,2
Participações cotadas	5	33,9	2,8		3,2	4	35,5	2,2		2,5
Participações não cotadas	436	683,5	57,3		63,9	493	762,8	47,4		53,7
Outros financiamentos	258	344,6	28,9		32,2	325	616,5	38,3		43,4
Prestações suplementares	35	36,5	3,1		3,4	45	39,2	2,4		2,8
Prestações acessórias	36	29,1	2,4		2,7	48	56,6	3,5		4,0
Suprimentos	178	266,9	22,4		25,0	212	452,0	28,1		31,8
Empréstimos titulados	2	0,2	0,0		0,0	3	7,4	0,5		0,5
Empréstimos não titulados	7	11,9	1,0		1,1	17	61,2	3,8		4,3
Investimentos em UP de FCR	4	7,4	0,6		0,7	4	6,8	0,4		0,5
Sub Total	703	1.069,4	89,7		100,0	826	1.421,6	88,4		100,0
Depósitos e outros meios líq.		160,5	13,5				173,8	10,8		
Outros activos afectos a capital de risco		0,0	0,0				15,7	1,0		
Sub Total		160,5	13,5				189,4	11,8		
Outros		-37,6	-3,2				-3,3	-0,2		
Total		1.192,3	100,0				1.607,7	100,0		

Fonte: CMVM.

Notas: Para uma adequada comparação, os dados de 2009 foram ajustados aos novos critérios contabilísticos aplicáveis em 2010. (1) Valores em milhões de euro. (2) De acordo com a valorização de cada activo reportada no Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

O valor das participações em capital de risco aumentou 18,5% face a 2009, fruto não só do efeito preço, como também do efeito volume. No que diz respeito às fases de investimento privilegiadas pelos investidores em capital de risco, não se registou uma alteração significativa da estrutura dos investimentos, mantendo-se as fases de expansão e de capital de substituição como as mais relevantes. O crescimento ocorrido no investimento em empresas em fase de arranque (*start-up investment*) foi de 55,2%. O financiamento de operações de *management buy-out*, em que os operadores de capital de risco financiam e estruturam operações de aquisição com controlo do capital das empresas por parte da gestão e quadros superiores das empresas, cresceu 73,2%. A intervenção no refinanciamento da dívida bancária das empresas aumentou 342,2%, ao que não será alheio o agravamento das condições de financiamento que as empresas, e em particular as de pequena e média dimensão, tiveram que enfrentar em 2010. Ao invés, o investimento no segmento da incubação de nova ideias empresariais (*seed investment*) manteve-se em valores residuais, tendo mesmo perdido expressão face ao ano transacto.



CMVM

Quadro 51 – Valor da Carteira de Investimento dos FCR e das SCR por Fase de Investimento

	Dez-09		Dez-10	
	Investimento ⁽¹⁾	N.º Participações	Investimento ⁽¹⁾	N.º Participações
Expansão	857,8	229	833,2	250
Capital de substituição	302,1	58	299,3	57
Start-Up	169,5	364	263,0	384
Management-buy-out	119,0	69	206,1	73
Turnaround	45,0	34	145,5	62
Outros	102,5	40	123,3	57
Management-buy-in	65,2	10	67,5	12
Early-Stage	49,8	49	61,6	72
Refinanciamento da dívida bancária	10,9	4	48,2	20
Seed Capital	20,7	29	17,4	31
Total	1.742,6	886	2.064,9	1.018

Fonte: CMVM.

⁽¹⁾ Valores em milhões de euro.

Quanto aos sectores de actividade que o capital de risco tem privilegiado registam-se algumas modificações. Apesar de, tal como em 2009, o sector das actividade financeiras continuar a manter a preponderância nos investimentos realizados (23,4% do total dos investimentos realizados), em 2010 surge como segundo sector mais relevante aquele que se encontra mais directamente relacionado com tecnologias vocacionadas para áreas do ambiente (captação, tratamento e distribuição de água e saneamento e gestão de resíduos e despoluição), que representou 17,7% dos investimentos do capital de risco. A grande maioria dos investimentos neste sector foi efectuada por sociedades de capital de risco (cerca de 47% dos investimentos das sociedades de capital de risco tiveram como destino empresas deste sector de actividade).

2.9 REGISTOS E AUTORIZAÇÕES

2.9.1 Intermediação Financeira

O número de instituições registadas na CMVM aumentou para 72 (mais 5 do que no ano de 2009). Para tal contribuíram o registo de 8 novas entidades: uma instituição de crédito nacional (Banco Privado Atlântico-Europa, SA), 4 sociedades de consultoria para investimento (*BlueCrow Capital*, Lda, *C2i*, Lda, *Timeless Capital Advisors*, Unipessoal, Lda e *An End Has A Start*, SA), uma gestora de patrimónios (Casa de Investimento, SA) e duas sucursais comunitárias de empresas de investimento (*IG Markets* – Sucursal em Portugal e *X-Trade Brokers Dom Maklerski* - Sucursal em Portugal). Em contrapartida, verificou-se o cancelamento do registo de três entidades: duas instituições de crédito nacionais (Banco Privado Português, S.A. na sequência do cancelamento da autorização pelo Banco de Portugal e outra devido à fusão por



CMVM

incorporação do Banco *Santander* de Negócios Portugal, S.A. no Banco *Santander* Totta, SA) e uma sucursal comunitária de uma instituição de crédito (*The Royal Bank of Scotland N.V.*- Sucursal em Portugal).

Na sequência do aumento do número de instituições registadas, em particular das 4 novas sociedades de consultoria para investimento, também as actividades de intermediação (serviços e actividades de investimento bem como serviços auxiliares) registadas em 2010 sofreram um ligeiro aumento, com especial impacto nas actividades de consultoria para investimento e elaboração de estudos de investimento/análise financeira. Com os cancelamentos do registo de duas instituições de crédito verificou-se uma redução nas actividades de intermediação financeira, especialmente as actividades de concessão de crédito e de consultoria sobre a estrutura do capital.

2.9.2 Gestão de Activos

Em matéria de actos de registo e autorização concedidos pela CMVM no âmbito da gestão de investimento colectivo, foram autorizados 78 fundos de investimento. Pela primeira vez desde a alteração regulamentar que permitiu a criação dos fundos especiais de investimento, em 2004, o número de autorizações relativas a fundos harmonizados (34) superou o número de autorizações de fundos especiais de investimento (21). Por outro lado, foram liquidados 14 fundos especiais de investimento (pelo decurso do prazo de maturidade) e 7 fundos harmonizados.

Foram ainda constituídos três agrupamentos de fundos, que compreendem, respectivamente, cinco, quatro e três fundos harmonizados. Esta estruturação permite a transferência entre fundos que integram o mesmo agrupamento em condições mais favoráveis para os respectivos participantes.

Em matéria de fundos de investimento imobiliário, foi concedida a autorização pela CMVM a 22 fundos, dos quais 11 respeitaram a fundos especiais de investimento imobiliário e apenas um a um fundo de investimento imobiliário aberto.



CMVM

Quadro 52 – Ofertas de Distribuição de Fundos de Investimento

	Processos de Constituição		Processos de Aumento de Capital		Admissão à Negociação
	Oferta Pública de Distribuição	Oferta Particular de Distribuição	Oferta Pública de Distribuição	Oferta Particular de Distribuição	
OICVM	0	0	0	0	0
F. Especiais Investimento	1	2	0	0	0
F. Especiais Investimento Imobiliário	0	10	0	11	0
F. Imobiliários Arrendamento Habitacional	0	2	0	0	0
F. Imobiliários	0	7	0	9	0
TOTAL	1	21	0	20	0

Fonte: CMVM.

No âmbito das ofertas de distribuição dos fundos de investimento fechados, continuam a assumir primordial relevância as ofertas particulares, em particular as relativas a fundos de investimento imobiliário e a fundos especiais de investimento imobiliário. No que respeita aos fundos especiais de investimento cumpre destacar, atenta a sua especificidade, a autorização para a constituição do Fundo de Gestão Passiva, através de uma oferta de subscrição destinada exclusivamente aos clientes do Banco Privado Português que tenham subscrito *Loan Notes* no âmbito dos contratos de gestão de carteiras denominados de «retorno absoluto de investimento indirecto com garantia de capital ou de capital e remuneração».

Quadro 53 – Processo Administrativos de Titularização de Créditos

	Autorização para constituição		Autorização para alterações FTC
	n.º FTC	Montante emitido UTC (10 ⁶ €)	
Crédito à habitação			3
Crédito ao consumo	1	1.201,7	1
Créditos a PME			
Outros créditos dentro do sistema financeiro			1
Total de Fundos de Titularização de Créditos	1	1.201,7	5

Fonte: CMVM.

No tocante a autorizações concedidas em matéria de titularização de créditos, em 2010 verificou-se a constituição de apenas um novo fundo de titularização de créditos e de nove operações de emissão de obrigações titularizadas. O fundo constituído refere-se a crédito ao consumo. As emissões de obrigações titularizadas, na parte mais significativa, referem-se a operações de crédito hipotecário, ainda que se tenha constatado uma tendência crescente para a realização de operações que incluem no activo das emissões (i) linhas de crédito e descobertos bancários concedidos a empresas e (ii) papel comercial.



CMVM

Quadro 54 – Emissões de Obrigações Titularizadas

	Emissões de Obrigações Titularizadas	
	n.º	Montante emitido OT (10 ⁶ €)
Crédito à habitação	4	9.351,5
Crédito ao consumo	1	411,2
Outros créditos dentro do sistema financeiro	4	6.041,5
Créditos fora do sistema financeiro		
Total de Emissões de Obrigações Titularizadas	9	15.804,2

Fonte: CMVM.

Foi registada uma nova sociedade de capital de risco, a Inter-Risco, SCR, sociedade que resultou da reestruturação da área de capital de risco do Banco BPI, SA. A sociedade Inter-Risco, SCR, S.A. alterou a denominação para *BPI Private Equity, SCR*. Em paralelo foi constituída uma nova sociedade de capital de risco denominada Inter-Risco, SCR, S.A. tal como a que lhe antecedia e que foi extinta. Neste processo de reestruturação ocorreu a transferência da gestão do FCR Caravela para a (nova) Inter-Risco, SCR, SA. A Big Capital, SCR alterou a sua denominação para *Onetier Partners, SCR*.

Durante o ano de 2010 foram registados três novos FCR: “*Banif Global Private Equity Fund, FCR*”, gerido pela Banif Capital, SCR, “*Patris Capital Partners, FCR*”, gerido pela Patris Capital, SCR e o “Fundo Inter-Risco II, FCR” gerido pela Inter-Risco SCR. Foi cancelado o registo de dois FCR com fundamento na sua dissolução e liquidação: o “Fundo de Capital de Risco - Madeira Capital, FCR”, gerido pela Banif Capital, SCR e o “Fundo de Reestruturação e Internacionalização Empresarial Inter-Risco” gerido pela (antiga) Inter-Risco, SCR, actualmente denominada *BPI Private Equity, SCR*.

Para o afluxo de capital a esta actividade contribuiu o Sistema de Apoio ao Financiamento e Partilha de Risco da Inovação (SAFPRI), que se insere no Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN). Este programa de apoios surge em paralelo e complementarmente aos sistemas de incentivos directos ao investimento nas empresas, como um mecanismo complementar de financiamento e de partilha de risco da inovação, num quadro em que a envolvente financeira potencia o desenvolvimento das estratégias de inovação, crescimento e internacionalização das empresas, em particular as mais novas e de menor dimensão. O SAFPRI é concretizado utilizando como veículo preferencial o Fundo de Apoio ao Financiamento à Inovação (FINOVA), o qual participa, entre outros, no capital de Fundos de Capital de Risco. Os instrumentos de financiamento das empresas são seleccionados, no caso dos FCR, por concurso.



CMVM

2.9.3 Peritos Avaliadores de Imóveis

À semelhança do ocorrido em anos anteriores, o número de peritos avaliadores de imóveis aumentou. No final de 2010 encontravam-se inscritos na CMVM 344 peritos, dos quais 64% eram pessoas singulares.

Quadro 55 – Registo de Peritos Avaliadores de Imóveis

Peritos Avaliadores de Imóveis Registados	31-12-2009	Cancelados	Registados	31-12-2010
Pessoas Singulares	165	2	58	221
Pessoas Colectivas	105	3	21	123
Total	270	5	79	344

Fonte: CMVM.

2.9.4 Auditores Externos

No início do ano existiam 40 sociedades de auditores registadas na CMVM e um auditor registado em nome individual. Duas destas sociedades apresentaram pedidos de cancelamento dos respectivos registos ao longo do ano.

Em cumprimento do artigo 8º do Regulamento da CMVM nº 6/2000, deram entrada na CMVM 32 pedidos de averbamento ao registo por parte dos auditores registados. Muitos destes pedidos originaram mais do que um facto sujeito a averbamento, conforme explicitado no quadro seguinte.

Quadro 56 – Registo de Auditores Externos

Factos Averbados	Total de averbamentos	
	2009	2010
Celebração de contratos com Revisores Oficiais de Contas	15	11
Rescisão de contrato com Revisores Oficiais de Contas	4	8
Entrada de novos sócios	10	12
Saída de sócios	9	11
Aumentos de capital	7	3
Mudança de sede	3	2
Alteração da denominação	7	2
Suspensão de registo	1	-
Cancelamento de registo	1	2
Total	57	51

Fonte: CMVM.



CMVM

2.9.5 Operações

Em 2010 deram entrada na CMVM dois pedidos de registo de OPA e um pedido de registo de aquisição potestativa. Tendo em consideração os 4 processos de OPA que tinham transitado do ano anterior, verificou-se o registo de três destes processos, o não lançamento da OPA da *Ongoing Grupo* sobre a Media Capital, SGPS, S.A. (fruto da oposição da Autoridade da Concorrência) e a transição de dois processos de OPA para 2011 (um sobre as acções representativas do capital social da Interhotel e outro sobre as acções do capital social da Estoril Praia, SAD, lançadas respectivamente por um investidor individual e pela *Traffic Sports Europe, Lda.*).

Quadro 57 – Registo de Operações

Tipo de Operações/Prospectos	Transitados de		Entrados		Registados/Aprovados		Recusados		Retiraram		Desistiram/Não Lançada		Transitados para	
	2009	2008	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2011	2010
OPSO	0	0	4	1	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0
OPSA	0	0	4	3	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0
OPVA	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OPA	1	0	2	8	3	4	0	0	0	0	1	0	2	4
Sub-total de Ofertas	1	1	11	12	12	8	0	0	0	0	1	0	1	4
APB	0	0	3	3	3	3	0	0	0	0	0	0	0	0
APADM	0	0	16	8	15	8	0	0	0	0	0	0	0	0
AQP	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL	1	1	31	24	31	20	0	0	0	0	1	0	1	4

Fonte: CMVM.

Legenda: OPSO - Oferta pública de subscrição de obrigações.

OPSA - Oferta pública de subscrição de acções.

OPVA - Oferta pública de venda de acções, inclui recolha de intenções.

OPA - Oferta pública de aquisição.

APB - Aprovação de Prospectos Base

APADM - Aprovação de Prospectos de Admissão (sem antecedência de oferta pública)

AQP - Aquisições potestativas

É de realçar o aumento do número de processos de aprovação de prospecto de oferta pública de valores mobiliários representativos de dívida e simultaneamente de admissão a mercado regulamentado, tendo para tal contribuído as operações de subscrição pública das obrigações emitidas pelo *Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD*, pelo *Banif, SGPS, S.A.* e pelo Banco *Santander Totta*.

Relativamente aos processos de aprovação de prospectos base é de destacar o facto de dois desses prospectos se destinarem exclusivamente à admissão dos valores mobiliários em mercado regulamentado (*Euro Medium Term Note Programme* da Refer EPE e o programa de emissão de dívida da Caixa Económica Montepio Geral) e de um terceiro se destinar ao mercado primário de colocação de dívida (programa de emissão de dívida da APCL Financeira - SGPS, SA).

Em 2010 foi aprovado um prospecto de uma oferta pública de distribuição de acções a preço zero, no âmbito da oferta pública de distribuição de até 2.000.000 de acções da categoria B, representativas de até 10% do capital social da Farminveste - SGPS, S.A. Esta oferta foi dirigida exclusivamente aos sócios e associados da oferente.



CMVM

3. SUPERVISÃO E REGULAÇÃO

3.1. INTEGRIDADE, CREDIBILIDADE E SEGURANÇA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3.1.1 Supervisão de Mercados, Entidades Gestoras de Mercados e Sistemas de Liquidação e Compensação

Em 2010, as estruturas de negociação, centralização e liquidação supervisionados pela CMVM foram os mercados geridos pela *Euronext Lisbon*, o mercado de dívida pública por grosso (Mercado Especial de Dívida Pública - MEDIP) gerido pela MTS Portugal, o sistema de negociação multilateral PEX gerido pela OPEX, o MIBEL gerido pelo OMIP, o sistema centralizado e de liquidação gerido pela Interbolsa e o sistema de compensação e liquidação gerido pela OMIClear.

A supervisão prudencial daquelas entidades incluiu, entre outros aspectos, a recepção, análise e verificação dos balanços e demonstrações de resultados mensais, com o objectivo de verificar a observância das regras prudenciais relativas à situação económico-financeira das entidades, os seus sistemas de controlo interno e o cumprimento dos deveres de informação.

No âmbito da supervisão da *Euronext Lisbon*, foi acompanhado o projecto *Heart* de harmonização das regras de negociação de derivados, permitindo a integração das praças de Amesterdão e Bruxelas e substituindo as disposições específicas dos vários mercados por regras comuns. A análise de falhas ocorridas no funcionamento dos sistemas assumiu particular relevância.

A CMVM analisou e registou diversas alterações às regras de funcionamento dos mercados, designadamente em matérias relativas à alteração do regime de cancelamento dos negócios e à (re)introdução de limites estáticos de variação de preços (*static collars*). Foi igualmente objecto de supervisão o lançamento em Paris de um projecto-piloto que opera o alargamento, com adaptações, para as acções do regime dos preços de avaliação previstos para o segmento dos *warrants* e certificados e a alteração do modelo de mercado baseado nas ofertas de compra e de venda dos criadores de mercado.

Foram escrutinadas várias alterações às regras de funcionamento das entidades supervisionadas e foi acompanhada a futura introdução do mercado *Alternext Lisbon* (sistema de negociação multilateral da *Euronext Lisbon* destinado a pequenas e médias empresas).



CMVM

No que respeita à supervisão comportamental dos mercados, foi dada continuidade à supervisão em tempo real da negociação de instrumentos financeiros. O regular funcionamento do mercado, designadamente no que diz respeito à normalidade dos preços formados em bolsa e respectivos níveis de liquidez, continuou a ser acompanhado de forma contínua. A maioria das situações analisadas respeitou à divulgação de informação através de meios de comunicação social ou de outras fontes de informação, sem divulgação prévia no sistema de difusão de informações ao mercado. Foram também analisadas situações relativas à divulgação de informação incompleta ou contraditória, ocorrida em simultâneo ou na proximidade de padrões de negociação potencialmente anómalos ou com negociação atípica na antecedência da divulgação de comunicados de informação privilegiada. Foram detectadas múltiplas situações potencialmente anómalas, quer ao nível de preços/rendibilidades anormais, quer ao nível do volume de negócios. O número de situações identificadas como potencialmente anómalas durante o ano de 2010 cresceu, e tal não pode ser desligado das medidas de prevenção e de combate aos abusos de mercado adoptadas pela CMVM, especialmente as decorrentes do desenvolvimento do Sistema Integrado de Vigilância de Abuso de Mercado (SIVAM). Durante o ano foram estendidas às acções não integrantes do PSI20 as medidas de detecção de anomalias em tempo real inicialmente adoptadas para o conjunto de acções mais líquidas do mercado nacional.

Além disso, a importância dos mercados de dívida na génese e na propagação da crise financeira de 2008-2009 levaram ao reforço da atenção dedicada ao acompanhamento deste mercado. Nesse sentido, durante o segundo semestre do ano, foram revistos de forma muito abrangente e aprofundada todos os procedimentos de supervisão de dívida pública, tendo sido concebido e introduzido um módulo do SIVAM para a negociação de dívida pública, e adoptados novos procedimentos e rotinas. Também foram implementados novos procedimentos de análise e detecção de padrões anormais de negociação em mercados de dívida privada.

A CMVM supervisionou igualmente o funcionamento do mercado de derivados de energia eléctrica (isto é, do MIBEL, pólo português do OMIP). No âmbito do mercado à vista foi acompanhada a evolução do mercado diário em Espanha e em Portugal, os preços e as diferenças de preços, bem como as matérias relacionadas com a interligação Espanha-Portugal, o mecanismo de separação de mercados (*market-splitting*) e a actividade de comercialização de energia eléctrica. O acompanhamento do mercado a prazo incluiu a actividade do operador de mercado, da câmara de compensação e do sistema de liquidação, a actividade dos membros negociadores, compensadores e agentes de liquidação, a informação financeira das respectivas entidades gestoras e ainda as regras de funcionamento do mercado a prazo e da respectiva câmara de compensação, contraparte central e sistema de liquidação.



CMVM

No âmbito da concretização do Operador de Mercado Ibérico único (OMI), tal como definido no Acordo Luso-Ibérico de Santiago, foi empreendido um conjunto de medidas com vista à reestruturação do modelo accionista - que passará a assentar na criação de duas *holdings* accionistas (o OMI – Pólo Português e o OMI – Pólo Espanhol) - dos operadores de mercado, tanto do mercado a prazo (OMIP-SGMR), como do mercado à vista OMEL – *Operador del Mercado Iberico de Energía, Polo Español, S.A.* (OMEL).

Ainda neste domínio, foi desenvolvida uma acção de supervisão presencial junto do OMIP e da OMIClear com o objectivo de verificar presencialmente os procedimentos definidos e validar a sua conformidade com as regras e a legislação aplicáveis. Foi também acompanhada a alteração da plataforma informática de negociação e compensação efectuada por estas duas entidades gestoras, em Julho de 2010.

A CMVM continuou a participar intensivamente na supervisão colegial da *LCH.Clearnet, S.A.*, através do *Co-ordination Committee on Clearing* (CCC), órgão onde a supervisão desta entidade é prosseguida conjuntamente pelas autoridades portuguesas, francesas, holandesas e belgas. Os principais temas tratados pelo CCC em 2010 foram os seguintes:

- Acompanhamento da situação financeira do *LCH.Clearnet Group Ltd*, na sequência do comunicado da *NYSE Euronext* relativamente à criação de uma Câmara de Compensação própria e da subsequente rescisão do contrato com a *LCH.Clearnet* relativamente aos serviços de compensação prestados por esta entidade;
- Revisão do *Clearing Rule Book* relativamente à prestação de compensação aos CDS, nomeadamente no que se refere à revisão dos parâmetros de gestão de risco definidos e ao enquadramento da gestão de situações de *default* para este segmento;
- Acompanhamento da implementação do Projecto BRIC (Brasil, Rússia, Índia, China) pela *LCH.Clearnet, SA*, que se traduz na prestação de serviços de compensação aos *Global Depository Receipts* (GDR) negociados num mercado regulamentado sediado em Londres, gerido pela *NYSE Euronext* cujas acções subjacentes pertencem a empresas localizadas em mercados emergentes;
- Acompanhamento da implementação do Projecto “*Intraday and Forward Repo Margin Project*” pela *LCH.Clearnet, S.A.* que é aplicável aos produtos de rendimento fixo, compensados na plataforma de Obrigações e Repos;
- Acompanhamento das alterações das regras da *LCH.Clearnet, S.A.*, na sequência da reestruturação dos mercados de derivados belga e holandeses (*NYX Heart*) – Projecto *Heart*;
- Acompanhamento do lançamento dos serviços de compensação referentes às operações sobre títulos de dívida espanhola; e
- Participação num teste realizado pela *LCH.Clearnet* relativamente ao incumprimento de um membro.



CMVM

O grupo *Joint Regulatory Authorities* (JRA) acompanhou a evolução financeira do *LCH.Clearnet Group Ltd*. O JRA compreende, além das entidades representadas no CCC, a *Financial Services Authority* (FSA) do Reino Unido e o *Bank of England*, na medida em que o *LCH.Clearnet Group Ltd* está sediado no Reino Unido. Neste âmbito, são discutidas as políticas e os projectos do grupo que afectam a *LCH.Clearnet, SA*.

No que respeita à Interbols.a., a CMVM monitorizou o preçário desenvolvido desde o ano de 2006. Foi analisada uma nova alteração às comissões, que entrou em vigor em Janeiro de 2010, com o objectivo de proceder a uma partilha dos ganhos de eficiência com as entidades emitentes e os intermediários financeiros, tendo em vista o aumento da competitividade do mercado de capitais portugueses.

A CMVM acompanhou a evolução do projecto TARGET2-*Securities* (T2S), que se destina à implementação de uma plataforma electrónica comum a utilizar na liquidação física de transacções de valores mobiliários ao nível europeu. O projecto envolve as Centrais de Valores Mobiliários dos Estado-Membros da União Europeia (UE) e o Eurosistema. O objectivo é promover a liquidação das transacções de valores mobiliários, domésticas e transfronteiriças, de forma eficiente, segura e integrando o sistema de centrais de valores mobiliários com o sistema bancário. A plataforma utilizará as contas de valores mobiliários dos participantes das várias Centrais de Valores Mobiliários e contas bancárias *cash* dedicadas para a liquidação *delivery versus payment* das operações domésticas e transfronteiriças, de forma eficiente e integrada. A CMVM supervisionará o acesso ao T2S por parte da Central de Valores Mobiliários nacional, nomeadamente por via da verificação do cumprimento das Recomendações do CESR (agora ESMA) relativas a Sistemas de Liquidação de Valores.

CAIXA 6 – NOVAS OBRIGAÇÕES NO REPORTE DE TRANSACÇÕES E TREM 3.0

A recepção de informação relativa às operações realizadas pelos agentes de mercado é fundamental para as autoridades competentes do espaço Económico Europeu, pois é essencial para a detecção de situações de abuso de mercado e proporciona informação útil para a revisão de normas que permitam assegurar a integridade dos mercados financeiros.

Consubstanciado pela DMIF⁵⁶, o dever de reporte diário de informação das operações realizadas sobre instrumentos financeiros admitidos a negociação em mercado regulamentado, atribuído aos agentes de mercado,

⁵⁶ A Directiva atribui aos Estados-Membros o dever de “exigir às empresas de investimento que efectuem operações em quaisquer instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado que transmitam à autoridade competente informação pormenorizada sobre essas operações tão rapidamente quanto possível e nunca após o encerramento do dia útil subsequente” quer as operações tenham sido efectuadas ou não num mercado regulamentado (artigo 25.º da DMIF). As informações recolhidas no reporte de



CMVM

é suportado por um mecanismo de reporte a nível europeu designado TREM (*Transaction Report Exchange Mechanism*). O TREM entrou em funcionamento em Novembro de 2007, com o objectivo de permitir a troca de informação entre reguladores de operações realizadas sobre instrumentos financeiros admitidos a negociação em mercado regulamentado.

No âmbito da prossecução dos objectivos principais emanados da DMIF, “*proteger os investidores e assegurar o funcionamento harmonioso dos mercados de valores mobiliários*”, os Estados-Membros assistiram desde o arranque da Directiva a um crescente e significativo conjunto de operações realizadas fora das formas organizadas de negociação (mercado regulamentado, sistema de negociação multilateral e internalização sistemática). Muitas destas operações, como é o caso das relativas a derivados OTC (derivados transaccionados fora de mercado), utilizam como subjacentes instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Em consonância com o normal exercício de revisão da DMIF, o CESR auscultou as autoridades competentes dos Estados-Membros e os agentes de mercado sobre a possível organização e extensão do reporte às operações sobre instrumentos financeiros derivados OTC.⁵⁷

Neste contexto, a versão 3.0 do TREM entrou em funcionamento a 1 de Dezembro de 2010, contemplando a possibilidade de reporte de um significativo (porém limitado) conjunto de operações sobre instrumentos derivados OTC (nomeadamente futuros, opções, *warrants*, *CFDs*, *TRS*, *spreadbets*, *swaps*, CDS e alguns derivados complexos) sempre que o subjacente esteja admitido à negociação em mercado regulamentado, bem como um conjunto de controlos adicionais e melhorias técnicas face à anterior versão (TREM 2.1).⁵⁸

No âmbito do CESR foi desenvolvida uma base de dados central com a informação relativa a todos os instrumentos financeiros admitidos a negociação em mercado regulamentado europeu, actualizada diariamente pelos reguladores de cada Estado-Membro. Em Novembro de 2010 a referida lista de instrumentos financeiros passou a ser utilizada, através do TREM 3.0, na identificação do instrumento financeiro e como *condição sine qua non* para o registo das operações realizadas pelos agentes do mercado.

operações têm como finalidade “*permitir que a autoridade competente controle as actividades das empresas de investimento por forma a garantir que atuem de uma forma honesta, equitativa e profissional e de forma a promover a integridade do mercado*”, estabelecendo-se assim uma conexão entre os objectivos deste reporte e a Directiva do Abuso de Mercado e, no que se refere à identificação dos clientes, também com a Directiva sobre a prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos do branqueamento de capitais.

⁵⁷ Consultation Paper – *Classification and identification of OTC derivative instruments for the purpose of the exchange of transaction reports amongst CESR members*” – Ref.: CESR/09-618, 22 de Julho de 2009

⁵⁸ O TREM 2.1 entrou em funcionamento em 3 de Novembro de 2008, introduzindo basicamente a possibilidade de reporte das operações sobre instrumentos financeiros derivados, identificados através do código AII – *Alternative Identifier Instrument*.



CMVM

Em Portugal, o reporte de operações está suportado no cumprimento da Instrução da CMVM n.º 2/2007 relativa ao reporte de informação sobre instrumentos financeiros e operações em instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado. O Regulamento da CMVM n.º 2/2007 que serve de base àquela instrução foi já alterado em 2011 de forma a contemplar as operações realizadas sobre instrumentos derivados OTC sempre que o activo subjacente esteja admitido a negociação em mercado regulamentado, estando a alteração da Instrução actualmente em curso.

3.1.2 Supervisão da Intermediação Financeira

A supervisão comportamental das actividades de intermediação financeira incidiu fundamentalmente na verificação das regras aplicáveis aos intermediários financeiros decorrente da DMIF, bem como no reforço do acompanhamento, controlo e validação das normas, procedimentos e mecanismos relativos ao exercício das actividades de gestão de activos (ver a Caixa 6). A CMVM também supervisionou os relatórios de análise financeira, de controlo interno dos intermediários financeiros e a publicidade relativa à comercialização de instrumentos financeiros.

Quadro 58 - Indicadores Estatísticos Relativos à Actividade de Supervisão

	2009	2010
Relatórios de <i>Research</i> (Análise Formal e Análise Substancial)	437 ^{a)}	732 ^{b)}
Relatórios de Controlo Interno	113 ^{c)}	84
Publicidade	102	108
Sítios na <i>internet</i> (comercialização de fundos de investimento)	-	-
Total	652	924

Fonte: CMVM.

a) 422 Análises Formais e 15 Análises Substanciais.

b) 718 Análises Formais e 14 Análises Substanciais.

c) Entre 2009 e 2010 verificou-se uma alteração do critério de contabilização do número de relatórios de controlo interno. Em 2009 o número total incluía todos os relatórios analisados nesse ano independentemente do ano a que respeitavam (2008 e 2009). Em 2010 o número respeita apenas aos relatórios analisados relativos a esse ano.



CMVM

CAIXA 7 – A ACTIVIDADE DE SUPERVISÃO PRESENCIAL

Em 2010 foram realizadas e terminadas 16 acções de supervisão presencial junto de intermediários financeiros. No âmbito das acções de supervisão e para cada uma das matérias abordadas foi recolhida documentação de suporte para análise.

Acções de Supervisão Presencial

	2007	2008	2009	2010
Sociedade Gestoras de Fundos de Investimento Imobiliário	a)	a)	1	3
Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário	-	-	1	4
Sociedades de Capital de Risco	-	-	-	1
Entidades Comercializadoras de Unidades de Participação	2	-	-	-
Sociedades Gestoras de Patrimónios	-	1	3	2
Instituições de Crédito, Sociedades Corretoras e Sociedades Financeiras de Corretagem	4	6	7	6
TOTAL	6	7	12	16

Fonte: CMVM.

a) As acções de supervisão a estas entidades conduzidas essencialmente para efeitos de avaliação dos impactos da crise financeira.

A DMIF determina a adopção pelos intermediários financeiros de políticas e procedimentos para identificar e gerir os riscos relacionados com as suas actividades, procedimentos e sistemas, bem como do seu acompanhamento com vista a aferir da sua adequação e eficácia e tomar as medidas necessárias para a correcção de eventuais deficiências.

As acções de supervisão efectuadas em 2010 abordaram fundamentalmente:

(i) as práticas de classificação de clientes e a avaliação do carácter adequado das operações aos clientes. Foram verificados os procedimentos existentes para efeitos da definição da política de classificação. No âmbito da realização dos testes de adequação foram verificados os mecanismos de recolha de informação sobre a experiência, os conhecimentos e as responsabilidades financeiras do cliente, o conteúdo e a forma de realização dos testes de adequação, a respectiva documentação de suporte e a informação prestada ao cliente;

(ii) a comercialização de instrumentos financeiros e equiparados, com destaque para a comercialização de produtos financeiros complexos. Teve especial enfoque a análise da informação prestada aos clientes sobre as características do produto, incluindo a verificação do conteúdo obrigatório e actual da informação fornecida e a verificação da existência de acções de formação promovidas pelos intermediários financeiros relativas à informação necessária a prestar aos clientes;

(iii) a actividade dos agentes vinculados. Foram verificados os mecanismos existentes no intermediário financeiro conducentes ao controlo da actividade exercida por estes agentes, incluindo a relação estabelecida entre estes e os clientes. Foi ainda verificada a informação recolhida pelos intermediários financeiros sobre os agentes vinculados, no âmbito do recurso a esta actividade;



CMVM

(iv) a política de *best execution*, na recepção e transmissão de ordens. A análise incidiu sobre a política de execução definida, incluindo a fundamentação para a sua determinação e a verificação da efectiva execução das ordens recebidas nos termos definidos. Foi ainda verificada a informação fornecida ao cliente sobre a política de execução seguida pelo intermediário financeiro e a verificação dos procedimentos conducentes à avaliação da política de execução existente;

(v) o tratamento de conflitos de interesses relacionados com a recepção de benefícios ilegítimos (*inducements*) pelos intermediários financeiros. Analisou-se a existência de situações desta natureza, bem como dos mecanismos inerentes à divulgação desta informação junto dos clientes e da validação da prevalência dos seus interesses;

(vi) a organização do intermediário financeiro, incluindo a referente a meios humanos, técnicos e operacionais;

(vii) a validação do relatório de controlo interno remetido à CMVM;

(viii) a prevenção do branqueamento de capitais;

(ix) os procedimentos de controlo e gestão das carteiras dos FII e dos FIM, designadamente a gestão e o controlo de carteiras no que respeita ao registo, contabilidade, valorização e controlo patrimonial, a segregação patrimonial e a gestão dos conflitos de interesses.

Além das regras da DMIF aplicáveis ao exercício das actividades de gestão de fundos de investimento, a supervisão desta actividade foi direccionada em particular para a temática da gestão do risco. Na óptica da protecção do interesse do investidor em fundos de investimento, foi supervisionada a adopção, pelas respectivas entidades gestoras, de políticas e procedimentos para identificar e gerir os riscos relacionados com as suas actividades, procedimentos e sistemas. Neste âmbito procedeu-se, em particular, à verificação da existência de mecanismos adequados que permitam a identificação, a avaliação e o controlo dos riscos inerentes às actividades de gestão de FIM e FII. Foram objecto de supervisão presencial questões relacionadas com:

(i) a organização interna e os meios necessários;

(ii) as técnicas e modelos utilizados com vista à identificação e avaliação dos principais riscos assumidos (risco operacional, risco de mercado, risco de crédito e risco de liquidez); e

(iii) aos procedimentos específicos adoptados no âmbito do acompanhamento e da fiscalização daqueles riscos.

Procedeu-se ainda à análise específica dos procedimentos de avaliação dos activos que integram as carteiras dos fundos de investimento geridos e à verificação da sua conformidade com os requisitos regulamentares aplicáveis.



CMVM

A supervisão presencial à sociedade de capital de risco teve como objectivo a análise do processo de transacção de entidades participadas e da respectiva documentação de suporte.

Matérias Analisadas na Supervisão Presencial

	IC	SC	SGP	SGFIM	SGFII	SCR	Total
Classificação de clientes e testes de adequação	3	1	1		1		6
<i>Best Execution</i>	1	1					2
Agentes Vinculados	2	1	1				4
Comercialização de Instrumentos Financeiros e Equiparados	2	1		1			4
Cumprimento do Mandato de Gestão	1	1	1	2	4		9
Prestação de Informação aos Clientes	2	1	1				4
Benéficos Ilegítimos e Conflitos de Interesse	1	1	1	2	4		9
Segregação Patrimonial	1	1	1	2	4		9
Organização Interna	1	1	1	3	4	1	11
Mecanismos de Gestão de Riscos	1	1	2	2			6
Sistema de Controlo do Cumprimento	1	1		3	4		9
Serviço de Auditoria Interna	1			2	1		4
Valorização de Activos	1	1	1	3	4	1	11
Branqueamento de capitais	2		1	2	4		9

Fonte: CMVM

Nota: O significado das abreviaturas utilizadas encontra-se na Lista de Siglas e Acrónimos deste Relatório.

Em 2010 deram-se por encerradas as acções de supervisão de carácter específico iniciadas em 2008 a duas instituições de crédito (BPN e BPP). Destas acções resultou a elaboração de 5 relatórios em 2010 (três relativos ao processo BPP e dois relativos ao processo BPN) que originaram, entre outras, três comunicações com o correspondente encaminhamento dos relatórios ao Ministério Público por indícios de responsabilidade criminal (duas relativas ao BPP e uma relativa ao BPN).

A CMVM prosseguiu a supervisão da gestão de investimento colectivo. Foram desenvolvidos procedimentos de supervisão prudencial à distância dos fundos de investimento, mobiliários e imobiliários, no âmbito do controlo periódico (i.e. diário, mensal ou trimestral) dos limites legais e dos limites definidos contratualmente nos respectivos documentos constitutivos (por amostragem) que impendem sobre o património dos fundos.

Os relatórios dos auditores às contas dos fundos de investimento mobiliário e imobiliário foram também utilizados na supervisão prudencial daqueles fundos. A análise desses relatórios permitiu a identificação de situações de sobrevalorização de activos, reconhecimento de resultados com activos imobiliários e activos contingentes, sendo porém a situação mais comum o incumprimento de limites legais.

No ano de 2010 continuaram a desenvolver-se os procedimentos de supervisão relativos ao acompanhamento contínuo das sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário e imobiliário e dos fundos por si geridos. Em resultado da supervisão efectuada em 2010, operou-se a notificação das entidades gestoras para a



CMVM

regularização de 43 situações, tendo 18 desses incumprimentos sido encaminhados para apuramento de eventual responsabilidade contra-ordenacional.

Em sede de regras de prevenção e de gestão de potenciais conflitos de interesse aplicáveis às operações realizadas por conta dos FII com partes relacionadas, foram objecto de apreciação 18 processos de autorização de operações de aquisição ou alienação de imóveis por FII a entidades relacionadas e 7 operações de arrendamento. Todas as operações foram autorizadas. Foram ainda detectadas três operações por parte de entidades gestoras que não tinham sido autorizadas pela CMVM; uma delas foi objecto de processo com vista ao apuramento de eventual responsabilidade contra-ordenacional e duas encontram-se ainda em fase de análise.

A CMVM supervisionou 9 operações de emissão de obrigações titularizadas e uma operação de constituição de um novo fundo de titularização de créditos. A supervisão da actividade de titularização de créditos centrou-se ainda na análise económico-financeira das STC e nas actividades desenvolvidas pelos Fundos de Titularização de Créditos (FTC).

A supervisão da actividade de capital de risco em 2010 foi marcada pela adopção do novo referencial contabilístico aplicável às SCR e aos FCR. Além da supervisão contínua usual, assente, entre outros, no acompanhamento da fiabilidade e da consistência dos reportes periódicos das entidades supervisionadas, reforçou-se a supervisão da valorização dos investimentos em capital de risco, tendo sido analisadas 80 fichas técnicas de avaliação a 10 SCR e entidades gestoras de FCR. A referida análise baseou-se, entre outros, nas ênfases e reservas dos auditores. À semelhança de anos anteriores, a supervisão prudencial da actividade de capital de risco centrou-se nos indicadores económicos das SCR. Foram analisados designadamente as rubricas de custos e proveitos operacionais, bem como os indicadores de fundo de maneio rácio e de endividamento. Em 2010 mereceu destaque a análise do impacto verificado na estrutura do passivo e da redução do capital próprio resultante da adopção do SNC. O resultado destas análises encontra-se no ponto 2.8.

Supervisão da comercialização de produtos de investimento em bens corpóreos

Em 2010 não foi comunicada à CMVM a comercialização de quaisquer contratos deste tipo. Porém, foram encetadas diligências no sentido de apurar a efectiva comercialização em Portugal de contratos relativos a bens corpóreos por parte de sociedades com sede em diversos Estados-Membros da União Europeia.



CMVM

Peritos avaliadores de imóveis

Em 2010 intensificou-se a análise dos relatórios de avaliação elaborados por peritos avaliadores de imóveis. Foram analisados 189 relatórios, nomeadamente no que diz respeito ao seu conteúdo e completude. Foi efectuado um exame adicional a 40 relatórios de avaliação seleccionados entre os que apresentavam, para um dado imóvel, divergências significativas nos valores das avaliações. Constatou-se que a maioria dos relatórios de avaliação de imóveis apresentava limitações formais, nomeadamente falhas no âmbito da identificação da informação no relatório, ausência de fundamentação na escolha dos métodos de avaliação utilizados e não inclusão da declaração de responsabilidade do perito avaliador. Foram também identificadas deficiências materiais, nomeadamente quanto à fundamentação das estimativas utilizadas a título de encargos com a propriedade do imóvel e quanto à justificação e coerência das taxas de actualização, capitalização e depreciação utilizadas. Atentas as referidas insuficiências, foram remetidos pedidos de esclarecimentos a 12 peritos avaliadores no sentido de corrigir as situações que careciam de ajustamento e de salvaguardar que futuros relatórios de avaliação de imóveis não sofram das mesmas lacunas.

Sepervisão do relatórios do sistema de controlo interno e do auditor externo

Foram analisados 84 relatórios que avaliam a eficácia do sistema de controlo de cumprimento, gestão de riscos e auditoria interna, previstos nos artigos 305.º-A a 305.º-C do CódVM. A análise permitiu identificar deficiências de vária natureza e avaliar criticamente as medidas a desenvolver pelas entidades supervisionadas para fazer face àquelas deficiências. Foi igualmente tida em conta a materialidade dos riscos que as referidas deficiências comportaram, tendo sido avaliada a sua tipologia e grau, assim como o impacto nas demonstrações de resultados.

No caso dos relatórios de controlo internos respeitantes a sociedades gestoras de fundos de investimento foram identificadas deficiências várias, fundamentalmente relacionadas com a omissão de aspectos que devem constar do seu conteúdo, designadamente:

- Omissão na identificação dos responsáveis pela função de *compliance* ou identificação de responsáveis que não coincidem com os registos da CMVM;
- Existência de deficiências que transitam de relatórios de controlo interno anteriores, não tendo as mesmas sido corrigidas ou não tendo sido justificado o adiamento do calendário inicialmente previsto para a sua resolução;
- Omissão na descrição dos riscos relacionados com cada actividade exercida e com os procedimentos e sistemas de controlo existentes;



CMVM

- Omissão na apresentação da informação, segregada por natureza e área funcional, sobre o número e o montante agregado das operações analisadas em cumprimento da Lei n.º 25/2008 (prevenção do branqueamento de capitais);
- Omissão na apresentação de informação sobre o número e o montante agregado de ordens e operações sobre instrumentos financeiros analisadas nos termos do n.º 3 do artigo 311.º do CódVM (defesa do mercado);
- Omissão na identificação do número total de reclamações recebidas desagregadas por actividade de intermediação financeira e assunto, e indicando o prazo médio de resposta ao reclamante.

Foi efectuada também a análise comparativa dos relatórios recebidos em 2009 e em 2010 relativos a instituições de crédito e empresas de investimento. Pese embora o facto de os relatórios recebidos em 2010 terem apresentado maior qualidade e rigor, manteve-se ainda um conjunto de deficiências ou lacunas identificadas em exercícios anteriores. São disso exemplo as que se relacionam com a falta de evidência dos controlos efectuados, com desenvolvimentos informáticos insuficientes, com a política de execução de ordens e com a implementação do Plano de Continuidade de Negócio.

Relatórios dos Auditores

Nos termos do n.º 4, do artigo 304.º-C do CódVM, os auditores devem remeter anualmente à CMVM um relatório que ateste o carácter adequado dos procedimentos adoptados pelo intermediário financeiro em conformidade com os princípios relativos à salvaguarda dos bens dos clientes vertidos nos artigos 306.º a 306.º-D do CódVM.

Da análise destes relatórios verificou-se que em 58% deles os auditores reportaram insuficiências quanto ao cumprimento dos requisitos definidos nos artigos 306.º a 306.º-D do CódVM, tendo emitindo um parecer sobre a adequação dos procedimentos e medidas a implementar pelos intermediários financeiros para colmatar essas insuficiências. As insuficiências a que se referem as opiniões dos auditores incidem sobre: i) normas e manuais de procedimentos internos inexistentes e/ou desactualizados; ii) não comunicação atempada à CMVM das diferenças de quantidades entre os títulos registados na aplicação de custódia e as quantidades apresentadas pelas entidades custodiantes; iii) deficiente/inexistente avaliação formal das entidades custodiantes; e iv) incorrecta validação e monitorização de documentação referente às instruções de clientes.

Foram solicitados esclarecimentos a 6 intermediários financeiros, nomeadamente sobre as medidas encetadas com vista à resolução das insuficiências identificadas nos relatórios dos auditores e nos casos mais graves foi solicitada a sua resolução imediata. Nos demais casos as insuficiências apresentadas não eram materialmente



CMVM

relevantes ou eram apresentados prazos para a respectiva correcção. O relatório subsequente permitirá verificar se as insuficiências foram sanadas.

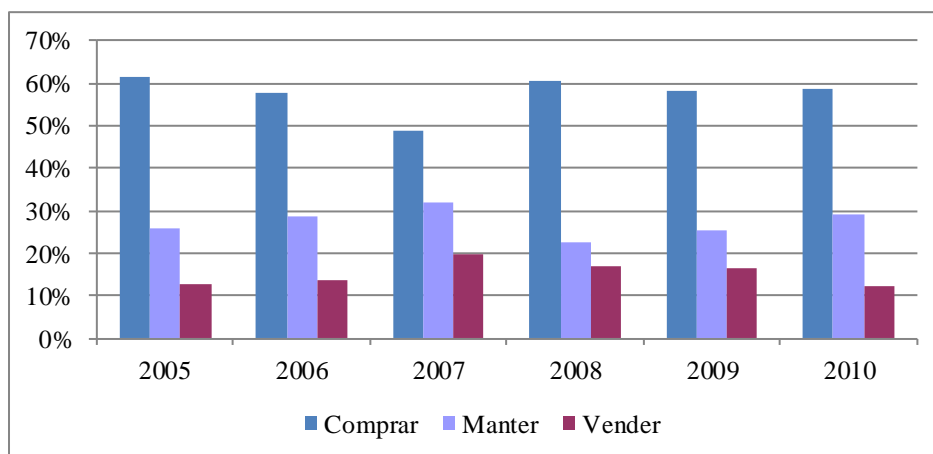
Supervisão da actividade de análise financeira

O ano de 2010 voltou a ser pautado por um reforço da actuação da CMVM em matéria de supervisão da actividade de análise financeira, com particular incidência sobre vários meios de comunicação social (jornais em versão papel e electrónica, programas de televisão e de rádio) e sobre situações de publicação não autorizada de análise financeira em sítios na *internet*. Paralelamente, a Instrução n.º 2/2009 entrou em vigor em Janeiro de 2010, criando a obrigatoriedade de envio de todos os relatórios de análise financeira sobre acções admitidas à negociação no mercado regulamentado gerido pela *Euronext Lisbon*, por parte dos intermediários financeiros, analistas independentes e outras pessoas singulares. Na prática, foi formalizado um procedimento que já era habitual por parte da maioria dos intermediários financeiros que emitiam recomendações de investimento tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal. Por outro lado, considerando a necessidade de a actividade de análise financeira obedecer a rigorosos critérios de qualificação profissional e éticos/deontológicos, o enquadramento legal foi alterado através do Regulamento da CMVM n.º 3/2010 (Deveres de Conduta e Qualificação Profissional dos Analistas). Este tema é aprofundado na secção 3.2.1.

Foram identificadas 718 recomendações de investimento, das quais 285 (39,7%) foram elaboradas por intermediários financeiros nacionais e 433 (60,3%) por estrangeiros. A CMVM recebeu regularmente relatórios de 41 intermediários financeiros, dos quais 11 nacionais e 30 estrangeiros, números em franco crescimento face ao ano antecedente. Seis intermediários financeiros foram responsáveis pela elaboração de 49% do total de recomendações de investimento identificadas em 2010, com 4 intermediários financeiros nacionais (BPI, Millennium BCP, Espírito Santo e Caixa Banco de Investimento) e dois estrangeiros (*Goldman Sachs* e *Macquarie*) a serem os mais activos na produção de análise financeira sobre emitentes com acções admitidas à negociação no mercado regulamentado gerido pela *Euronext Lisbon*.

Do total de recomendações identificadas, 59% respeitaram a recomendações de «compra», 12% a recomendações de «venda» e 29% a recomendações de «manter». A percentagem de recomendações de «compra» manteve-se praticamente inalterada face ao ano anterior. Todavia, a percentagem de recomendações de «venda» caiu novamente, atingindo o valor mais reduzido desde 2005.

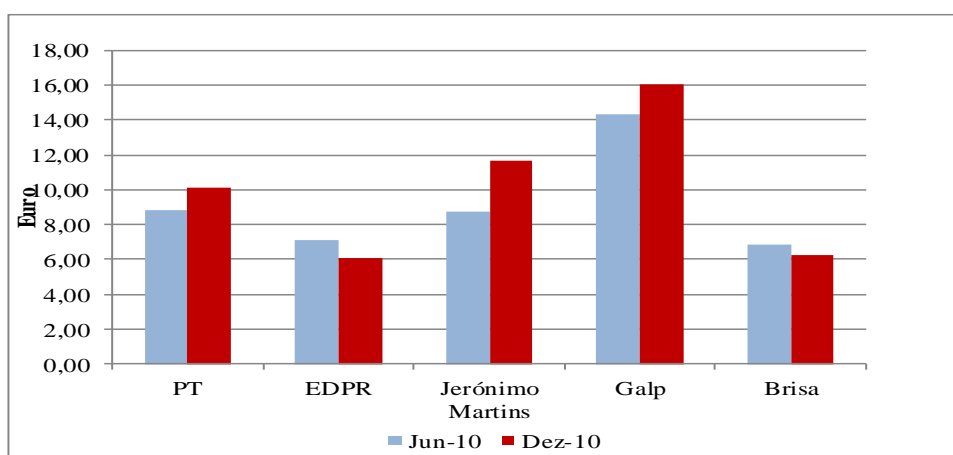
Gráfico 49 – Tipologia das Recomendações de Investimento



Fontes: Bloomberg, Reuters e Intermediários Financeiros.

O grau de concentração da emissão de recomendações sobre determinados títulos aumentou em 2010. Assim, 44,3% das recomendações incidiram sobre Portugal Telecom, EDP Renováveis, Jerónimo Martins, Galp e Brisa (38,3% em 2009). Apesar do acompanhamento activo dos demais títulos admitidos à negociação na *Euronext Lisbon*, registou-se um claro aumento da cobertura das maiores empresas portuguesas.

Gráfico 50 – Evolução dos Preços-Alvo Médios das 5 Empresas com mais Recomendações



Fonte: Bloomberg

A análise formal desenvolvida no âmbito da supervisão da actividade de análise financeira permitiu avaliar a conformidade das recomendações de investimento com a regulamentação em vigor, nomeadamente a informação obrigatória a publicar na recomendação e a informação estatística que deve ser divulgada periodicamente pelos intermediários financeiros que elaboram recomendações de investimento. Foi concluído



CMVM

que a qualidade da informação contida nos relatórios com recomendações de investimento e nas respectivas advertências melhorou em relação aos dois anos anteriores.

Foram analisadas de forma aprofundada 14 situações relacionadas com recomendações de investimento, o que incluiu 25 relatórios de análise financeira, 6 advertências de relatórios de análise financeira, duas aplicações informáticas disponibilizadas por um jornal onde eram difundidas notícias relacionadas com recomendações de investimento, 23 artigos de imprensa, 7 casos de prática de análise financeira não autorizada pela CMVM, três sítios na *internet* (analisados no âmbito dos casos de análise financeira não autorizada), 6 vídeos disponibilizados *online* por jornais e uma análise aprofundada a uma lista de clientes disponibilizada por um intermediário financeiro estrangeiro.

Foi, em particular, analisada a coerência das recomendações de investimento e dos preços-alvo veiculados pelos 25 relatórios de análise financeira em questão, bem como eventual instrumentalização das recomendações para a prática de manipulação de mercado.

Por outro lado, em duas das 14 situações acima referenciadas foram solicitados aos intermediários financeiros envolvidos esclarecimentos adicionais no sentido de averiguar quais os cálculos utilizados na determinação do preço-alvo (num caso) e no sentido de averiguar se o relatório de análise financeira havia sido divulgado primeiramente a uma lista exclusiva de clientes e apenas depois aos clientes em geral.

Numa das análises aos meios de comunicação social concluiu-se que a aplicação informática em causa não difundia informação em tempo real, existindo um desfasamento considerável entre a data de divulgação da informação no jornal e a actualização da mesma informação na aplicação, o que poderia ser susceptível de enviesar as decisões de investimento. No outro caso, concluiu-se que as recomendações de investimento eram divulgadas com base em preços-alvo médios cujo cálculo era feito com recurso a informação desactualizada e que não se verificava o cumprimento do disposto no CódVM no que respeita à divulgação de informação relativa à existência de possíveis conflitos de interesse entre o autor da recomendação original e o emitente. Em ambos os casos os autores das recomendações de investimento foram notificados, tendo-se suspenso a divulgação das recomendações ou alterado os moldes em que foram publicadas.

A CMVM detectou duas situações de divulgação de recomendações de investimento em sítios da *internet* sem autorização prévia da CMVM. No primeiro caso, foi concluído estar-se na presença da difusão em formato vídeo de recomendações de investimento através do recurso a análise técnica, não havendo qualquer referência à existência de conflitos de interesses entre o autor das recomendações e as empresas analisadas no vídeo ou à detenção de instrumentos financeiros pelo analista. No segundo caso, foi concluído estar-se na presença da



CMVM

emissão de recomendações de investimento por parte de colaborador de um intermediário financeiro registado na CMVM, não estando este informado da actividade do seu colaborador. Neste caso, o sítio na *internet* também não cumpria com o disposto no CódVM, e o autor das recomendações de investimento não estava registado para o efeito junto da CMVM. No primeiro caso, o sítio na *internet* foi suspenso por ordem da CMVM e no segundo foi exigido ao proprietário do sítio na *internet* que suspendesse de imediato a actividade de divulgação de recomendações de investimento.

A maior parte das análises aprofundadas surgiram na sequência de dúvidas relativas ao conteúdo dos relatórios de análise financeira recebidos. Todavia, também tiveram origem em questões colocadas por investidores, emitentes, intermediários financeiros, ou outros. Uma análise aprofundada pode ainda ser desencadeada pela divulgação de um preço-alvo mais elevado (ou mais baixo) em relação ao preço de mercado para um determinado emitente aquando da divulgação de uma recomendação de investimento ou no âmbito de processos de análise ou investigação de potenciais práticas de manipulação de mercado.

CAIXA 8 – O CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DA CMVM RELATIVAS À ACTIVIDADE DE ANÁLISE FINANCEIRA

Em Agosto de 2008 a CMVM emitiu as Recomendações sobre relatórios de análise financeira dirigidas a entidades emitentes, intermediários financeiros e outros analistas, jornalistas e investidores. Completados mais de dois anos após a sua divulgação ao público, foi efectuado um primeiro exercício de quantificação e análise do respectivo grau de cumprimento. Para isso, foram analisadas 116 notícias de órgãos de comunicação social que incidem sobre a actividade de análise financeira, os respectivos relatórios de análise financeira, os *disclaimers* de relatórios de análise financeira de 6 dos principais intermediários financeiros nacionais nesta actividade e os sítios na *internet* de 25 sociedades cotadas portuguesas. Os resultados dessa análise podem ser consultados no Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira de 2011.⁵⁹

Intermediários Financeiros

Os intermediários financeiros e outros analistas exercem um papel fundamental na produção e disseminação de informação relativa a sociedades cotadas no mercado de capitais. Sobre eles recai um conjunto de 6 recomendações relacionadas com a actividade de análise financeira, tendo sido avaliado o cumprimento de 5 dessas recomendações.

⁵⁹ Disponível no sítio na *internet* da CMVM.



CMVM

Algumas das recomendações podem ser subdivididas em vários *items*, pelo que o seu cumprimento depende da adopção integral de todos os aspectos de cada recomendação. O intermediário financeiro menos cumpridor não adoptou nenhuma das recomendações dirigidas a intermediários financeiros e outros analistas que produzem relatórios de análise financeira. Mesmo o mais cumpridor dos intermediários financeiros só cumpre inteiramente duas das 5 recomendações que lhes são dirigidas, o que se afigura manifestamente insuficiente.

Releva ainda assinalar o não cumprimento integral das recomendações três (nenhum dos intermediários financeiros informou no resumo do relatório de análise financeira a existência de conflitos de interesses e a informação se o relatório teve, previamente, algum destinatário específico) e seis (em nenhum dos *disclaimers* dos relatórios dos diversos intermediários financeiros analisados se detectou qualquer referência à presença do analista financeiro em reuniões de preparação da participação do intermediário financeiro na colocação ou assistência em ofertas públicas de valores mobiliários emitidos pelo emitente objecto da recomendação) por nenhum dos intermediários financeiros.

Órgãos de Comunicação Social

Quanto ao cumprimento das recomendações dirigidas a jornalistas, foram analisadas 116 notícias provenientes de três órgãos de comunicação social entre 01-10-2009 e 30-04-2010. Estas notícias eram exclusivamente relacionadas com relatórios de análise financeira.

A recomendação de que os jornalistas, sempre que elaborem notícias sobre relatórios de análise financeira, devem procurar reproduzir os respectivos resumos de forma a traduzir com rigor a opinião dos seus autores foi a que apresentou o maior índice de cumprimento (83,6%). Por seu turno, a recomendação de que devem ser divulgados no corpo da notícia, os potenciais conflitos de interesses entre o analista ou intermediário financeiro responsável pela elaboração do relatório de *research* noticiado e a entidade emitente – em particular aqueles que constam do referido relatório foi a que apresentou o nível de cumprimento menos satisfatório (14,7%). Também a recomendação para a referência no corpo da notícia ao horizonte temporal dos preços-alvo e seus limites inferiores e superiores apresenta um baixo nível de cumprimento. Apenas 23,3% das notícias analisadas indicavam o horizonte temporal associado ao preço-alvo e respectiva recomendação. No que toca à referência aos limites inferior e superior do intervalo de preço-alvo, apenas uma notícia da amostra recaiu sobre um relatório de *research* com essas características. Nesse caso concreto, a recomendação da CMVM não foi adoptada.



CMVM

Em suma, apenas três das recomendações avaliadas registaram um rácio de cumprimento superior a 50%, o que se afigura insuficiente, pelo que há um longo caminho a percorrer na área da informação financeira por parte dos órgãos de comunicação social tendo em vista a adopção das melhores práticas. Neste particular, julga-se ser especialmente desejável que os jornalistas noticiem a existência de conflitos de interesses, bem como os limites inferiores e superiores do intervalo de preços-alvo e o respectivo horizonte temporal, e não se limitem à indicação do preço-alvo máximo ou da recomendação de investimento.

Entidades Emitentes

São treze as recomendações da CMVM que incidem sobre a conduta das entidades emitentes e que têm o propósito de disciplinar as relações entre os emitentes e os intermediários/analistas financeiros no sentido de promover a produção de relatórios de análise financeira mais transparentes e isentos. Apenas foram objecto de avaliação 6 dessas recomendações uma vez que não foi possível obter informação que permitisse atestar a adopção das demais.

A recomendação em que o nível de cumprimento dos emitentes se afigura menos satisfatório (apenas 48%) é a relacionada com a utilização pelas sociedades do seu sítio na *internet* para dar a conhecer as reuniões e encontros que organizam com os seus analistas, incluindo a informação transmitida nas mesmas e, quando tal seja possível, transmitam essas reuniões e encontros em tempo real através do seu sítio na *internet*. Saliente-se ainda como muito negativo o facto de dois emitentes terem contratado para os seus quadros analistas que tinham estado envolvidos na cobertura dessas empresas nos últimos dois anos, o que se afigura contrário às melhores práticas.

A recomendação em que o nível de cumprimento dos emitentes se afigura mais satisfatório relaciona-se com a diferenciação clara da informação respeitante à actual situação económica e financeira da empresa, dos objectivos, previsões ou perspectivas relativamente à sua actividade, negócios ou resultados. Esta recomendação apenas não foi acatada por uma das empresas analisadas.

As 11 sociedades mais cumpridoras adoptaram as 6 recomendações, enquanto as duas menos cumpridoras apenas adoptaram uma recomendação.



CMVM

3.1.3 Supervisão de Auditores Externos

A CMVM desenvolveu acções de supervisão presencial próprias e integrou equipas de inspecções criadas no seio do Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria (CNSA) responsáveis pela condução de intervenções presenciais junto de auditores registados. As acções da exclusiva responsabilidade da CMVM tiveram como objectivo analisar a estrutura e o funcionamento do auditor – incluindo matéria de independência e de avaliação do sistema interno de qualidade do auditor – e a adequação dos procedimentos de auditoria realizados às contas de entidades com valores mobiliários admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* e contas de organismos de investimento colectivo. Foram realizadas duas acções desta natureza entre 2009 e 2010. As inspecções do CNSA, que abrangem três auditores, visaram aferir o adequado cumprimento das normas técnicas aprovadas ou reconhecidas e o cumprimento pelo auditor dos seus deveres profissionais em matérias onde foram registados indícios de violações dos deveres profissionais.

Quadro 59 - Actividade de Supervisão em Instalações de Auditores

Entidade/ Ano	2009/2010		Total 2009/2010
	CMVM	CNSA	
Sociedades Emitentes	1		1
Sociedades não Emitentes (Intermediários financeiros)	1	2	3
Fundos de Investimento de Fundos			
Fundos de Investimento Imobiliário		5	5
Fundos de Investimento Mobiliário		4	4
Fundos Especiais de Investimento		1	1
Nº dossiers de auditoria analisados	2	12	14
Nº Auditores	1	3	4

Fonte: CMVM.

No contexto do CNSA, foram realizadas i) audições a entidades envolvidas no processo de prestação de contas auditadas; ii) análises sobre documentos comunicados ao CNSA por entidades relacionadas com os processos em curso; iii) novas intervenções de carácter mais dirigido; e iv) trabalhos de natureza jurídica sobre questões específicas. Um processo relativo a um dos auditores encontra-se em fase de conclusão do relatório de inspecção. Noutro procedeu-se à elaboração do relatório preliminar, estando em fase de análise a resposta do auditor em respeito pelo princípio do contraditório, tendo sido desenvolvidas diligências adicionais. Por fim, num outro processo, tendo em conta as matérias detectadas, o CNSA deliberou a abertura de um processo administrativo, tendo sido apresentado ao auditor um projecto de decisão. A resposta à respectiva audiência prévia está a ser analisada.



CMVM

O modelo de supervisão em vigor na CMVM assenta num controlo vertical e horizontal dos auditores. No controlo horizontal procedeu-se à avaliação global da actividade de cada auditor analisando a forma de exercício das respectivas funções no que respeita às condições de funcionamento e organização (sistema de controlo interno utilizado, meios humanos e materiais e observância dos deveres legalmente estabelecidos em matéria de detecção, prevenção e mitigação de conflito de interesses). No controlo vertical procedeu-se à análise concreta de cada *dossier* de auditoria com o objectivo de verificação do cumprimento das normas de auditoria em vigor e de verificação de como os auditores suportam e comprovam os pareceres emitidos.

Quer dos trabalhos desenvolvidos pela CMVM, quer do controlo de qualidade realizado pela OROC, quer ainda dos trabalhos de inspecção do CNSA, as situações de desconformidade com as normas aplicáveis mais comumente detectadas foram as seguintes:

- No âmbito do controlo horizontal: Inexistência ou insuficiência de procedimentos estruturados de controlo interno de qualidade designadamente pelo não cumprimento dos parágrafos 8 e 83 do *International Standard on Quality Control 1*, que requerem a documentação dos procedimentos e sua comunicação aos colaboradores da SROC e ainda que sejam tomadas medidas correctivas sobre as deficiências detectadas;
- Falta de definição a nível contratual e a nível das orientações internas relativamente à utilização de informação privilegiada e aos limites à realização de operações com valores mobiliários emitidos pelas sociedades auditadas;
- Deficientes controlos que impeçam o acesso por terceiros aos arquivos (físicos e informáticos) de documentos de trabalho;
- Insuficiência de medidas adoptadas para salvaguardar a respectiva independência em situações em que o peso dos honorários dos serviços extra-auditoria é relevante face aos honorários de auditoria (artigo 68.º-A do Decreto-Lei n.º 487/99, de 16 de Novembro).
- No âmbito do controlo vertical: Deficiente análise das diferenças de tratamento contabilístico impostas pelos IFRS no processo de conversão das demonstrações individuais preparadas em base POC;
- Insuficiente suporte documental à valorização de activos registados ao justo valor (DRA 545);
- Insuficiência ou ausência de suporte sobre a análise da racionalidade de algumas transacções, especialmente quando efectuadas entre partes relacionadas (ISA 550);
- Deficiente documentação sobre os julgamentos efectuados de suporte à opinião emitida (DRA 230);
- Ausência de procedimentos regulares de auditoria para efeitos de identificação de entidades relacionadas, designadamente Entidades com Finalidade Especial⁶⁰ cuja relação possa implicar a

⁶⁰ Tradução da expressão inglesa *Special Purpose Entities* (SPE)



CMVM

inclusão no perímetro de consolidação ou a integração da actividade dessas entidades nas contas individuais;

- Deficiente aplicação da Recomendação Técnica n.º 9 da OROC sobre a análise de demonstrações financeiras das empresas compreendidas na consolidação examinadas por um outro revisor;
- Deficiente aplicação dos procedimentos de circularização designadamente a não circularização de entidades relevantes no conjunto das demonstrações financeiras sem que seja obtida prova de auditoria sobre as respectivas relações/transacções com igual força probatória e a não avaliação da fiabilidade da resposta recebida (ISA 505);
- Deficiente revisão da divulgação de informação obrigatória pelo normativo contabilístico nacional nas contas individuais e/ou pelo normativo IAS/IFRS nas contas consolidadas;
- Inexistência de documentação que comprove a comunicação ao Órgão de Administração e ao Comité de Auditoria dos ajustamentos a efectuar às demonstrações financeiras e as consequentes respostas quanto à aceitação e/ou justificação da sua não realização;
- Deficiente aplicação do dever de actuar com cepticismo profissional conduzindo ao aumento significativo do risco de auditoria.

No âmbito do acompanhamento regular dos auditores foram escrutinadas as medidas adoptadas para sanar as irregularidades detectadas em acções de supervisão realizadas em anos anteriores. Foram ainda objecto de análise os relatórios elaborados por auditores registados na CMVM nos termos do artigo 8.º do CódVM sobre a informação financeira contida em documentos de prestação de contas ou em prospectos e, sempre que justificado, foi solicitada informação e/ou correcção ao texto dos pareceres apresentados.

Na área do relacionamento com as entidades que regulam a profissão, a CMVM continuou a sua cooperação institucional com a OROC no âmbito do seu programa anual de verificação dos trabalhos de auditores registados nesta Comissão. Este programa abrangeu 10 auditores em 2010 e deu origem à emissão de recomendações em dois casos, no âmbito do controlo horizontal. Foi ainda elaborado e submetido ao CNSA um estudo sobre o conteúdo dos relatórios de transparência publicados no ano anterior por auditores registados, face à informação prevista no Estatuto da OROC (conforme redacção dada pelo artigo 62.º-A do Decreto-Lei n.º 224/2008 de 20 de Novembro) e face às orientações sugeridas pelas respostas às perguntas frequentes preparadas pelo CNSA.

A CMVM esteve ainda envolvida em diversas outras actividades relacionadas com a supervisão de auditores, algumas das quais no âmbito do CNSA, de que se destacam:

- A participação no Secretariado Permanente;
- A participação na revisão da tradução das decisões de adequação de entidades de supervisão de auditores de países terceiros, nos termos do artigo 47.º da directiva 2006/43/CE;



CMVM

- A participação em diversas reuniões técnicas internacionais entre as quais se destaca o *European Group of Auditors' Oversight Bodies* (EGAOB), e dentro deste, o subgrupo de inspecções.

A CMVM promoveu o diálogo com os auditores, designadamente através da realização de reuniões onde são expressas preocupações sobre a informação financeira auditada e divulgou as circulares sobre o envio e publicação dos documentos de prestação de contas anuais. Foram remetidas as estes destinatários notícias e/ou destaques mais significativos para a profissão sobre procedimentos particulares previstos nas normas de auditoria e sobre a informação remetida aos emitentes relativa à preparação e apresentação das demonstrações financeiras. Procedeu-se à emissão de recordatórias relativas à obrigação de prestação de informação pelos auditores para estimular o cumprimento dos prazos legais nos termos do Regulamento da CMVM n.º 6/2000.

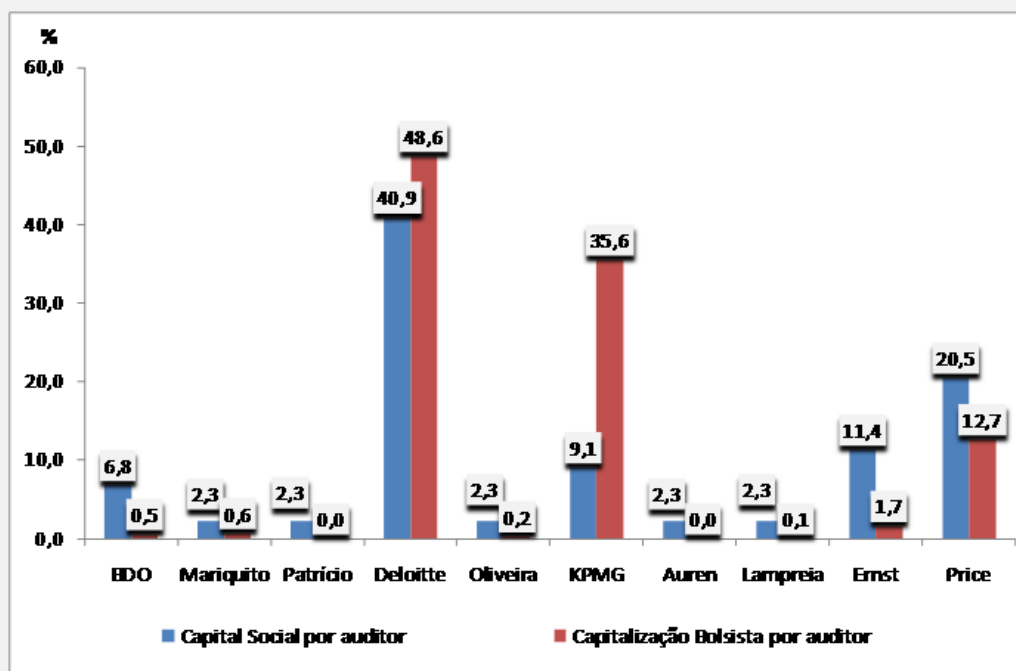
CAIXA 9 – AUDITORIA EXTERNA: CONCENTRAÇÃO, ANTIGUIDADE, SERVIÇOS PRESTADOS E POTENCIAIS CONFLITOS DE INTERESSE

Entre os 10 auditores externos responsáveis por auditar as 44 sociedades cotadas sujeitas a análise no âmbito do Governo das Sociedades, a *Deloitte* e a *PricewaterhouseCoopers* foram as que prestaram serviços a mais emitentes, 18 e 9, respectivamente. Considerando a capitalização bolsista da globalidade das sociedades auditadas, confirma-se a existência de um elevado grau de concentração deste mercado, dado que as duas auditoras mais relevantes segundo este indicador (*Deloitte* e *KPMG*) representaram 84,2% do total. No extremo oposto, 5 empresas de auditoria (cada uma delas a auditar apenas uma sociedade) representavam menos de 1% do mercado. O índice *Herfindahl-Hirschman* (HHI) calculado com base nas quotas de mercado apuradas tendo por base a capitalização bolsista dos emitentes é de 3886.4 pontos. Assim, se restringirmos o mercado de serviços de auditoria às empresas cotadas e calcularmos as quotas de mercado nos termos referidos, a actual estrutura de mercado não pode considerar-se de concorrência perfeita, dado que o HHI ultrapassa claramente os 2000 pontos. A *KPMG*, apesar de não ser a auditora com a maior quota de mercado, tinha uma carteira de clientes de maior dimensão em termos relativos: as 4 sociedades que auditava representavam 35,6% da capitalização bolsista.



CMVM

Audidores Externos de Acordo com o Capital Social e Capitalização Bolsista das Sociedades Cotadas suas Clientes



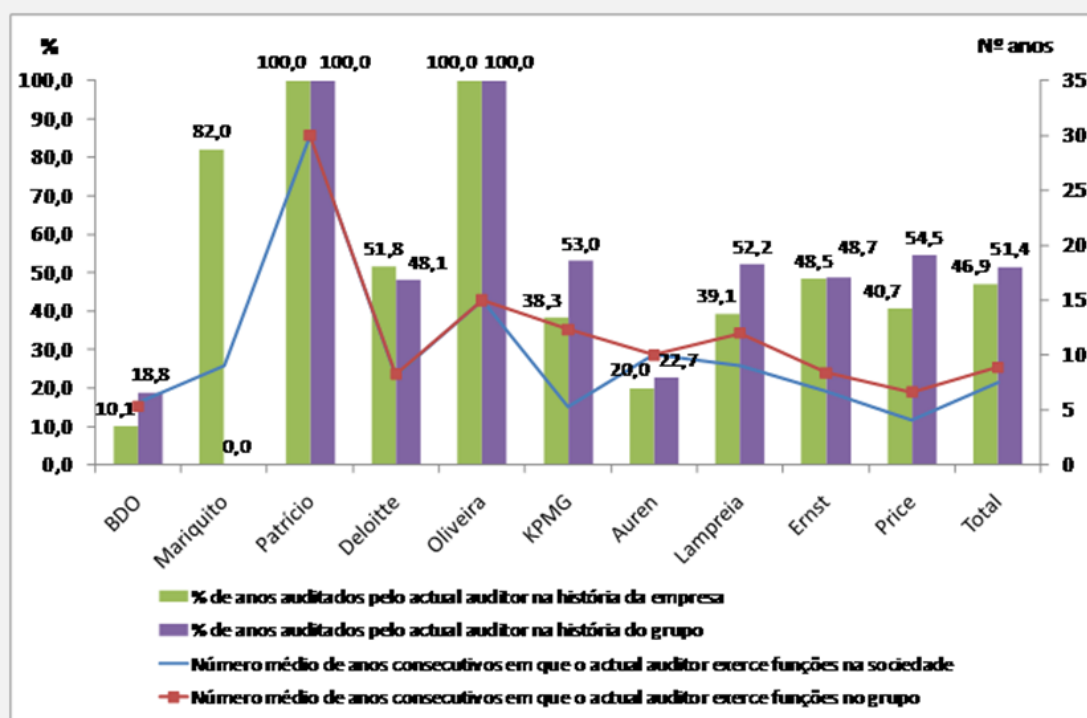
Nota: A BDO, Mariquito, Patrício, Deloitte, Oliveira, KPMG, Auren, Lampraia, Ernst e Price correspondem, respectivamente, BDO & Associados, SROC; Mariquito, Correia & Associados – SROC; Patrício, Moreira, Valente e Associados, SROC; Deloitte & Associados, SROC, S.A.; Oliveira Rego & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, SROC; KPMG & Associados - Sociedade de Revisores e Oficiais de Contas, S.A.; Auren, Auditores e Associados, SROC, SA, Lampraia & Viçoso, SROC; Ernst & Young, Audit And Associados – SROC, S.A. e PricewaterhouseCoopers & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda.

O número de anos que, em média, a empresa de auditoria externa prestava consecutivamente serviços ao emitente diminuiu face ao ano anterior, passando de 8 para 7,5 anos. Entre as 5 maiores auditoras, a *Deloitte* era a única que apresentava um indicador de antiguidade (8,1 anos) superior à média global. Todas as auditoras externas de menor dimensão ultrapassavam claramente o valor médio.

Tomando o grupo e não a sociedade cotada como referência, o número médio de anos consecutivos em que o auditor prestava serviços ao emitente sobe para 8,9. Cinco empresas prestavam consecutivamente serviços ao mesmo grupo há mais de uma década e, destas, 4 atingiam ou ultrapassavam os 12 anos.

Recorde-se que o novo Código de Governo das Sociedades da CMVM, aprovado em Janeiro de 2010, contém uma nova recomendação sobre auditoria. Nos termos desta recomendação, as sociedades devem promover a rotação do auditor externo ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam, respectivamente, de 4 ou de três anos e que a sua manutenção além desse período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização. Isto significa que são expectáveis algumas mudanças num futuro próximo.

Antiguidade da Prestação de Serviços de Auditoria



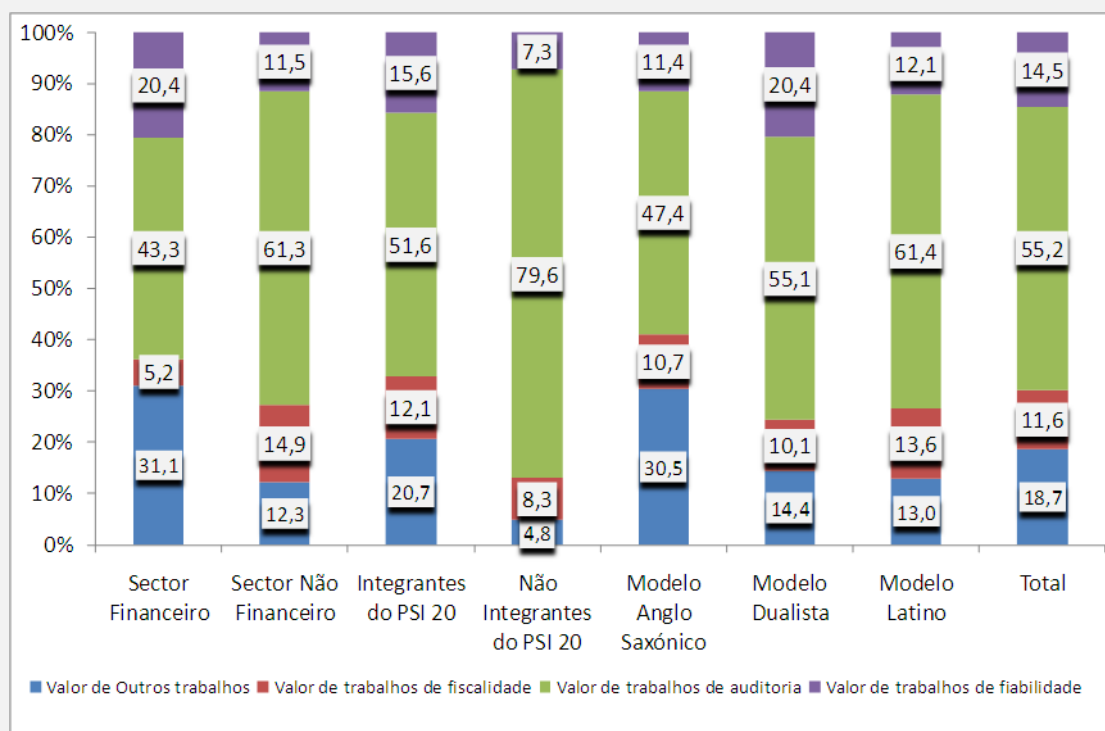
Apenas duas empresas declararam impor uma limitação ao número de anos em que a empresa de auditoria externa poderá prestar serviços à sociedade: a *Orey Antunes* (limite de 4 anos) e a *Sonae S.G.P.S* (limite de 8 anos em vigor a partir de 2011).

Em matéria de honorários recebidos pelos trabalhos efectuados pelos auditores externos, tomando por referência o envolvimento global com os respectivos grupos empresariais das cotadas (ou apenas com a própria sociedade quando o conceito de grupo não é aplicável), foram considerados os serviços de auditoria, fiabilidade, fiscalidade e outros serviços prestados. O valor dos trabalhos de auditoria representou em 2009 pouco mais de metade (55,2%) dos honorários globais pagos às empresas de auditoria externa.

No entanto, aquela percentagem esconde diferenças muito relevantes entre os vários tipos de sociedades. Identificaram-se 9 emitentes (a *Estoril Sol*, a *Fisipe*, a *Grão Pará*, a *Lisgráfica*, a *Orey Antunes*, a *Sumol+Compal*, a *Teixeira Duarte*, a *Toyota Caetano* e a *VAA*) onde os valores dos trabalhos de auditoria representaram a totalidade dos honorários pagos. Entre as empresas integrantes do PSI20, além da *Teixeira Duarte* destacam-se também a *Jerónimo Martins*, a *Cimpor*, a *Sonaeacom* e a *Sonae Indústria*, todas indicando um peso dos serviços de auditoria superior a 70% do valor global pago em honorários aos respectivos auditores. Todavia, houve 7 empresas do PSI20 em que o peso dos serviços de auditoria foi inferior a 50% dos honorários pagos. Em 4 delas foi mesmo inferior a 30%, tendo-se registado um valor mínimo de 17,5% numa empresa não financeira. Estes valores significam que as empresas de maior dimensão e liquidez contratam às auditoras externas um volume muito relevante de outros serviços (incluindo de fiscalidade), o que poderá colocar em

causa a sua independência e originar importantes conflitos de interesses na prestação de tais serviços, os quais evidentemente poderão (e tenderão) a ser resolvidos de forma contrária às conveniências dos accionistas.

Honorários dos Auditores Externos por Tipo de Serviço Prestado (%)

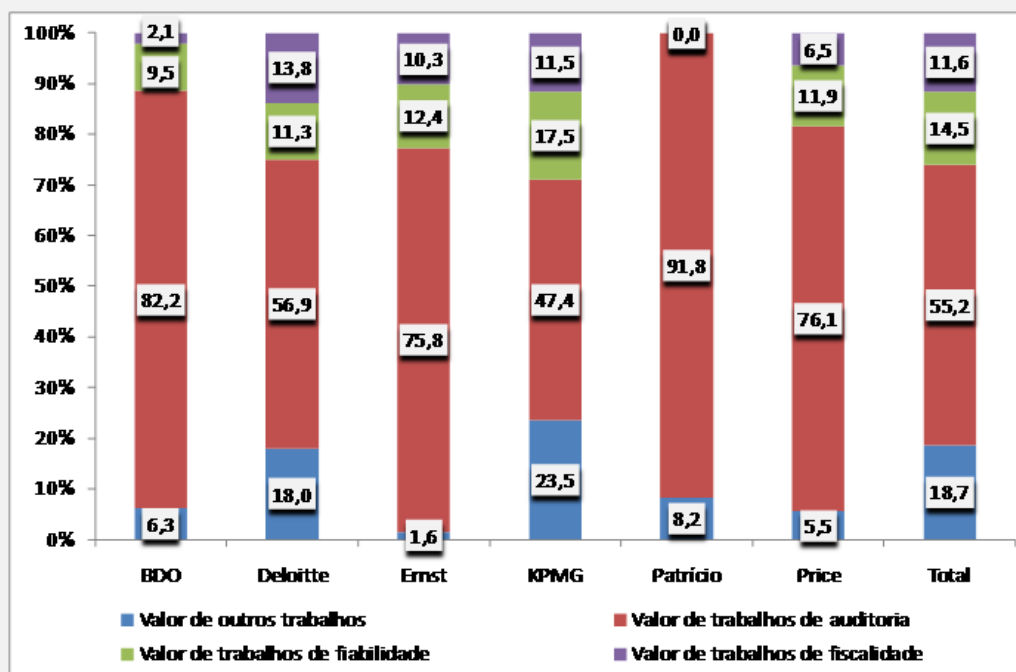


O peso de cada tipo de serviço prestado na globalidade de honorários recebidos por cada auditor externo é muito heterogéneo. O valor dos trabalhos de auditoria ultrapassa os 90% dos honorários totais recebidos em 5 sociedades de auditoria, representando a totalidade dos honorários em 4 delas (*Auren*, *Lampreia*, *Mariquito* e *Oliveira*). Em três outras empresas (*BDO*, *Price* e *Ernst*) o peso relativo deste tipo de serviço prestado está acima dos 75%, e entre as duas auditoras com as maiores quotas de mercado (*KPMG* e *Deloitte*) esse peso é mais reduzido. O valor mais baixo para este indicador (47,4%) é obtido na auditora que tinha maior quota de mercado (*KPMG*). Foi também na *KPMG* e na *Deloitte* que os pagamentos afectos a Outros Trabalhos e a Trabalhos de Fiscalidade se revelaram mais significativos, representando 35% e 31,8% da globalidade dos honorários recebidos por cada auditora, respectivamente. Nos casos da *Ernst* e da *Price*, cerca de três em cada quatro euros de receita foram provenientes dos serviços de auditoria, e apenas um euro resultou da prestação de outros serviços.



CMVM

Peso do Tipo de Serviços Prestados nos Honorários Totais Recebidos por Auditor (%)



Nota: A BDO, Mariquito, Patrício, Deloitte, Oliveira, KPMG, Auren, Lampreia, Ernst e Price correspondem, respectivamente, BDO & Associados, SROC; Mariquito, Correia & Associados – SROC; Patrício, Moreira, Valente e Associados, SROC; Deloitte & Associados, SROC, S.A.; Oliveira Rego & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, SROC; KPMG & Associados - Sociedade de Revisores e Oficiais de Contas, S.A.; Auren, Auditores e Associados, SROC, S.A.; Lampreia & Viçoso, SROC; Ernst & Young, Audit And Associados – SROC, S.A. e PricewaterhouseCoopers & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda.

A partir do exercício de 2010, como já se referiu, estará em vigor um novo conjunto de recomendações relativas ao governo das sociedades emanadas da CMVM que sugerem limitações ao envolvimento entre auditor e auditado fora do estrito âmbito dos serviços de auditoria. Em concreto, a recomendação III.1.5. preconiza que: “A sociedade não deve contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com eles se encontrem em relação de participação ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços – que devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitadas no seu relatório anual sobre o Governo da Sociedade – eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade.” Face à realidade acima enunciada, relativa a 2009, adivinha-se uma alteração significativa do *status quo* caso venha a ocorrer um efectivo esforço de cumprimento desta recomendação que procura evitar a emergência de conflitos de interesses na prestação de outros serviços às sociedades.



CMVM

3.1.4 Governo das Sociedades

A CMVM avaliou o cumprimento das suas recomendações sobre governo societário pelas sociedades cotadas em 2009, tendo por base o Regulamento da CMVM n.º 1/2007.⁶¹

O grau médio de cumprimento das recomendações de governo societário da CMVM aumentou para os 80%. Apenas 4 sociedades registaram uma deterioração da taxa de cumprimento neste período. Outras 4 mantiveram o grau de cumprimento verificado no ano anterior e as demais (37) registaram um incremento, nalguns casos muito significativo, na adesão às recomendações da CMVM. Em média, as sociedades auto-avaliaram o cumprimento das recomendações de forma mais complacente (+6 p.p.) do que o efectuado pela CMVM, sendo que no caso de 5 empresas não existiram diferenças de avaliação. Por outro lado, em outras três empresas a avaliação da CMVM foi mais favorável do que aquela que resultou do exercício de auto-avaliação das próprias empresas, em valores superiores a 10 p.p..

Pela positiva, com um grau de cumprimento superior a 90%, devem ser destacadas as recomendações I.1.1 (meios disponibilizados ao Presidente da mesa da assembleia geral), I.1.2 (remuneração do presidente da mesa da assembleia geral), I.2.1 (antecedência do depósito ou bloqueio das acções), I.2.2 (suspensão da assembleia geral), I.3.1 (não restrição ao voto por correspondência), I.6.1 (medidas anti-OPA), I.6.3 (transmissibilidade das acções), II.1.1.1 (avaliação interna do governo societário), II.1.3.1 (independência do órgão de fiscalização), II.2.2 (não delegação de competências), II.3.1 (informação aos membros dos órgãos sociais), II.3.2 (convocatórias e actas – Comissão Executiva), II.3.3 (convocatórias e actas – Conselho de Administração Executivo), II.4.1 (consultoria e avaliação em matérias estratégicas pelo Conselho Geral e de Supervisão), II.4.2 (divulgação da actividade de fiscalização), II.4.3 (conteúdo dos relatórios anuais dos órgãos de fiscalização), II.5.3 (actas das comissões em actividade) e III.1.2 (gabinete de apoio ao investidor).

De modo inverso, nas recomendações I.4.1 (Quórum constitutivo e deliberativo), I.6.2 (não limitação dos direitos de voto), II.1.2.2 (administradores independentes), II.1.5.1 (remuneração do órgão de administração alinhada com os interesses da sociedade) e II.1.5.2 (declaração sobre política de remunerações) o cumprimento médio foi inferior a 50%. Merece destaque o caso particular da recomendação I.6.2. (revisão da limitação do número de votos), que foi adoptada por apenas uma sociedade. Tal deveu-se ao facto de a recomendação não ser aplicável na maioria das sociedades, em virtude de nestas não existirem limitações estatutárias aos direitos de voto. Nas restantes 6 sociedades a recomendação não foi cumprida dado existir essa previsão estatutária ou existirem acordos parassociais com igual sentido limitativo, sem que estivesse prevista a sua sujeição ao escrutínio da assembleia geral ou existisse o compromisso de revisão futura dessas limitações.

⁶¹ Este Regulamento foi entretanto substituído pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2010, de 1 de Fevereiro.



CMVM

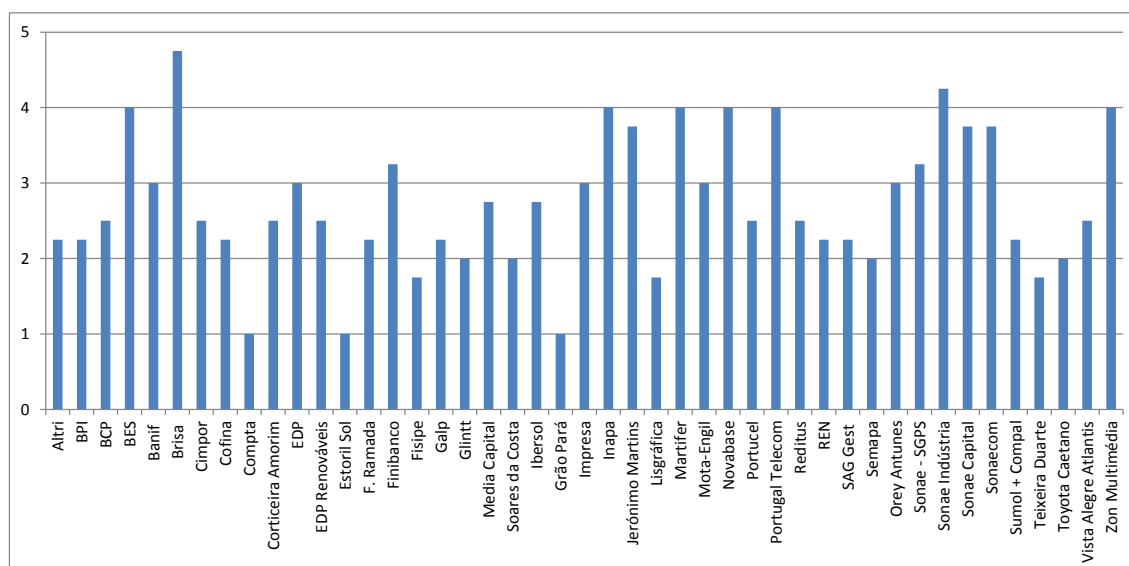
De forma inovadora face ao efectuado em anos anteriores, foi calculado um indicador síntese de cumprimento das recomendações. Para o efeito, procedeu-se à identificação de um conjunto de recomendações tidas como essenciais e foram formados 4 grupos que as contêm. Esses grupos foram designados por ‘Participação e Controlo’ (Grupo A - constituído pelas recomendações I.3.3 e I.6.2 e ainda parte da recomendação I.4.1., na matéria respeitante ao quórum deliberativo), ‘Avaliação do Modelo de Governo e da Actividade dos Executivos’ (Grupo B - constituído pelas recomendações II.1.1.1, II.1.2.1, II.1.2.2, II.2.2 e II.2.3), ‘Controlo Interno, Avaliação da Administração Executiva, Independência do Órgão de Fiscalização e Designação e Avaliação do Auditor’ (Grupo C - que agrega as recomendações II.1.1.2, II.1.3.1, II.4.1, II.4.4 e II.4.5) e ‘Alinhamento das Remunerações com o Interesse dos Accionistas’ (Grupo D - composto pelas recomendações II.1.5.1, II.1.5.2, II.1.5.4 e II.5.2).⁶² As demais recomendações de cada bloco de onde foram retiradas aquelas tidas como essenciais (Assembleias Geral, Conselho de Administração, Órgão de Fiscalização e Remunerações) foram também agregadas em grupos, respectivamente Grupo A – Demais recomendações, Grupo B – Demais recomendações, Grupo C – Demais recomendações e Grupo D – Demais recomendações.

Subsequentemente foi apurado o grau de cumprimento em cada Grupo de recomendações (A a D), quer nas essenciais, quer nas demais recomendações, e para cada Grupo de recomendações foi atribuída uma pontuação a cada emitente, de acordo com os seguintes critérios: (i) se o grau de cumprimento nas recomendações essenciais e nas demais recomendações de cada Grupo foi em ambos os casos de 100%, então o emitente foi pontuado com um valor de 5; (ii) se o grau de cumprimento nas recomendações essenciais foi de 100% e nas demais recomendações foi igual ou superior a 70%, mas inferior a 100%, a pontuação foi de 4; (iii) se o grau de cumprimento nas recomendações essenciais foi de 100% e nas demais recomendações foi inferior a 70%, a pontuação atribuída foi três; (iv) se o grau de cumprimento nas recomendações essenciais foi igual ou superior a 70% mas inferior a 100% e nas demais recomendações foi igual ou superior a 70%, a pontuação foi de 2; (v) a pontuação atribuída ao emitente foi de um nos casos não cobertos pelas anteriores alíneas. Finalmente foi apurada a média do indicador de síntese para cada um dos grupos atrás mencionados.

Tendo por base o critério de pontuação definido, os resultados obtidos revelam que em termos médios o indicador síntese (2,73) se situa ligeiramente abaixo do ponto médio do intervalo de pontuação. Isto significa que uma avaliação separada das recomendações essenciais face às demais coloca o cumprimento das recomendações de governo em níveis inferiores, em resultado de um menor grau de cumprimento das recomendações essenciais.

⁶² As recomendações relativas ao órgão executivo das sociedades e à criação de comissões, quer pela sua natureza, quer pelo seu reduzido número, não foram incluídas no conjunto das recomendações essenciais.

Gráfico 51 – Indicador de Síntese do Cumprimento das Recomendações



A análise do indicador síntese por emitente, quando comparado com o grau de cumprimento global de todas as recomendações, permite retirar algumas conclusões dignas de realce. Em alguns emitentes que apresentaram um grau de cumprimento global igual ou superior a 90% (BES, Brisa, Inapa, Martifer, Novabase, Portugal Telecom, Sonae Indústria, Sonae Capital, Sonaecom e Zon Multimédia), o indicador síntese situa-se em valores próximos ou superiores a 4, o que significa que estas sociedades foram genericamente cumpridoras das recomendações tidas por essenciais. Ao invés, em alguns emitentes que também apresentaram um grau de cumprimento global igual ou superior a 90% (Cimpor, Corticeira Amorim, EDP, Impresa, REN, SAG e Soane SGPS), considerar uma avaliação que dá maior relevância às recomendações essenciais resulta num valor para o indicador síntese que indica que estas empresas são menos cumpridoras nas recomendações essenciais. Numa perspectiva inversa, algumas empresas com um grau de cumprimento global entre os 80% e os 90% (Banif, Finibanco, Media Capital, Jerónimo Martins e Orey Antunes) apresentaram um valor para o indicador síntese próximo, ou até mesmo superior, àquele com que são pontuadas as empresas anteriormente mencionadas, o que significa que cumpriram relativamente mais recomendações essenciais do que as consideradas não essenciais.

No que respeita às divergências de avaliação entre as emitentes e a CMVM, a situação melhorou em termos globais. Enquanto em 2008 essas divergências ascenderam a 237 (o que corresponde a cerca de 11,7% do total das recomendações das empresas então analisadas), em 2009 o número de divergências foi de 169. A maioria das situações de divergência (54%) consiste em casos em que a sociedade entende dar cumprimento às recomendações e a CMVM assume uma posição inversa. Tal aconteceu apesar de a CMVM ter promovido a audição prévia das emitentes e ter exposto a sua interpretação do sentido do cumprimento das recomendações relativamente a cada empresa tendo por objectivo minimizar divergências face à sua auto-avaliação. As



CMVM

situações em que a CMVM entendeu como adoptada uma recomendação que a sociedade considerou não adoptada representaram apenas 9% das divergências.

Já relativamente ao dever de *comply or explain* a situação não melhorou face a 2008. Em 61% dos casos em que as recomendações foram consideradas como não adoptadas as sociedades não apresentaram uma explicação tida como efectiva para essa não adopção. As situações em que foi considerado não existir justificação para o facto de as empresas não reconhecerem a não adopção das recomendações foram mais expressivas entre as empresas do PSI20 e as financeiras. A situação evoluiu favoravelmente no que diz respeito à percentagem de recomendações não adoptadas em que as sociedades nada diziam sobre o facto no anterior relatório de governo. Em 2009 tal sucedeu em 14% dos casos enquanto em 2008 essa percentagem era de 37%. Porém, na maioria dos casos as explicações avançadas em alternativa a “nada dizer”, foram quase todas tidas como não efectivas para justificar a não adopção das recomendações. Tal significa que, apesar de se ter verificado uma evolução favorável neste domínio, as empresas não explicaram cabalmente o porquê de não adoptarem determinadas recomendações. As empresas financeiras, as que integram o PSI20 e as que adoptaram o modelo anglo-saxónico foram aquelas que, em termos relativos, mais explicaram, de forma considerada efectiva, as razões da não adopção de determinadas recomendações.

CAIXA 10 – EXERCÍCIO DE AVALIAÇÃO DA OCDE SOBRE *CORPORATE GOVERNANCE*

Em 2010 o *OECD Corporate Governance Committee* (CGC) realizou um primeiro exercício de avaliação (*peer review*) do grau de implementação dos princípios de governo societário da OCDE, com especial incidência sobre o tema “*Board Practices – Incentives and Governing Risks*”, e foram analisadas com particular detalhe as políticas e práticas relacionadas com remunerações. O exercício em causa foi realizado sob proposta do G20 e do *Financial Stability Board*, tendo sido avaliados 5 países (Reino Unido, Japão, Portugal, Suécia e Brasil), numa base voluntária. A avaliação foi feita tendo por referência aos Princípios sobre o Governo das Sociedades da OCDE de 2004, revistos em 2009 à luz da crise financeira, que constituem um dos 12 *standards* utilizados pelo *Financial Stability Board* na sua avaliação dos países.

O relatório de *peer review*, já publicado, conclui que Portugal apresenta, apesar da pequena dimensão do seu mercado, um elevado grau de desenvolvimento dos princípios e das práticas de governo das sociedades. O relatório considera que Portugal aumentou de forma significativa o nível de transparência exigido às empresas cotadas relativamente à sua estrutura remuneratória e de incentivos a partir de 2009, fruto das alterações legislativas efectuadas nesse ano, da nova regulamentação da CMVM introduzida em 2010 e da revisão do Código do Governo das Sociedades, também em 2010. Esta evolução foi considerada muito positiva dado o



CMVM

papel dominante dos accionistas no processo de determinação das remunerações e da sua necessidade de ter acesso a informação rigorosa e atempada para que possam exercer a sua função.

A OCDE concluiu ainda que apesar de as empresas cotadas exibirem uma proporção insuficiente de independentes nos órgãos de administração, este facto não apresenta um impacto problemático na fixação das remunerações visto que a responsabilidade principal pela determinação da remuneração dos membros do órgão de administração pertence à assembleia geral. A OCDE salienta assim a importância da existência de um elevado espaço para a intervenção da assembleia geral na fixação das remunerações (o chamado *say-on-pay*) nas sociedades cotadas portuguesas.

As evoluções regulatórias registadas em Portugal desde 2009 determinaram um incremento significativo do nível de divulgação das remunerações e estruturas de incentivos exigido às sociedades cotadas. Segundo o relatório, as novas exigências regulatórias tornaram o sistema totalmente consistente com os Princípios de Governo das Sociedades da OCDE, designadamente com o Princípio V.A.4, sobre remunerações, e correspondem a uma evolução muito positiva atendendo ao papel dominante dos accionistas no processo de fixação das remunerações e a consequente necessidade de uma divulgação pontual e rigorosa para lhes permitir um adequado exercício da sua função nesta matéria.

A OCDE salienta, contudo, que prevalecem algumas debilidades na prática das empresas cotadas no que toca ao governo das sociedades, a saber:

- um número insuficiente de independentes nos órgãos de administração das empresas, o que limita a sua capacidade de exercer um juízo objectivo independente na actividade da empresa, em particular nos domínios onde os interesses dos accionistas dominantes podem entrar em conflito com os interesses dos accionistas minoritários;
- influência decisiva dos maiores accionistas nos resultados das assembleias gerais, sugerindo que a estrutura organizacional facilita a sua influência sobre o resultado obtido;
- baixo grau de intervenção dos accionistas institucionais na vida das sociedades, com os accionistas institucionais estrangeiros a mostrarem-se mais activos do que os portugueses nas assembleias gerais, a fazer com que o enquadramento legal existente (que garante aos accionistas uma forte capacidade para fazerem valer a sua voz na definição da remuneração dos executivos) não permita que essa intervenção accionista tenha a expressão que se esperaria.



CMVM

Contudo, o relatório conclui, a este propósito, que “a CMVM e o regulador da área dos seguros divulgaram recentemente um conjunto de recomendações aplicáveis aos gestores de seguros e fundos de investimento com o objectivo de estabelecerem um conjunto de boas práticas conducentes a uma execução diligente dos seus direitos enquanto accionistas, incluindo a votação nas assembleias gerais anuais de accionistas. Estas recomendações são bem-vindas com vista ao aumento do nível de compromisso dos accionistas institucionais”, afirma a OCDE.

3.1.5 Sistema de Difusão de Informação

Em cumprimento do disposto no artigo 367.º do CódVM, a CMVM disponibiliza um Sistema de Difusão de Informação acessível ao público que integra, entre outros aspectos, elementos constantes dos seus registos, decisões com interesse público e outra informação que lhe seja comunicada ou por si aprovada, designadamente informação privilegiada, informação sobre participações qualificadas, documentos de prestação de contas e prospectos. O Sistema de Difusão de Informação foi utilizado pelos intermediários financeiros, fundos de investimento e sociedades gestoras de mercados para veicular informação sobre a sua actividade. Foram divulgados 10.843 documentos em 2010, mais 12% do que no ano anterior.

Quadro 60 – Número de Comunicações Efectuadas por Entidades Emitentes através do Sítio da CMVM

	2008	2009	2010
Factos relevantes/Informação privilegiada	1.595	1.481	1.515
Outras informações	2.388	2.447	2.780
Prestação de contas	590	575	550
Participações qualificadas	490	292	315
Documentos de ofertas	503	1.320	1.525
Total	5.566	6.115	6.685

Fonte: CMVM.

As empresas que integravam o PSI20 no final de 2010 foram as que efectuaram um maior número de comunicações através do Sistema de Difusão de Informação. A maior incidência de comunicados divulgados pelas empresas financeiras deve-se à publicação mensal dos anúncios de pagamento de juros de empréstimos obrigacionistas. A Caixa Económica Montepio Geral e a Cimpor originaram também um elevado número de comunicações devido às OPA que lhes estiveram associadas em 2010.



CMVM

Quadro 61 – Número de Comunicações Efectuadas por Organismos de Investimento Colectivo através do Sítio da CMVM

	2008	2009	2010
Prospectos	1.052	762	1.316
Regulamentos de gestão	262	231	414
Relatórios e contas	854	879	897
Informação relevante	1329	1.624	1.443
Total	3497	3496	4070

Fonte: CMVM.

Entre as 20 sociedades gestoras que efectuaram maior número de publicações encontraram-se a Caixagest, a ESAF, a Millennium BCP, a Santander *Asset Management* e a Interfundos. Em conjunto, estas 5 sociedades gestoras efectuaram cerca de metade do número total de comunicações.

Os intermediários financeiros procederam à divulgação de 88 documentos através do Sistema de Difusão de Informação para actualização dos respectivos preçários.

Relativamente a mercados, auditores, consultores autónomos e peritos avaliadores de imóveis, a informação prestada no sítio na *internet* referiu-se aos dados resultantes da migração da base de dados da CMVM sobre estas matérias.

Foi mantido em funcionamento um sistema de alertas que envia uma mensagem de correio electrónico automático sempre que um documento é inserido no Sistema de Difusão de Informação. Este sistema contava no cerca de 500 utilizadores final do ano.

3.1.6 Controlo da Informação dos Emitentes

Nos termos do artigo 362.º do CódVM a CMVM acompanha de modo contínuo a actividade das entidades sujeitas à sua supervisão. Enquadra-se neste âmbito a análise de informação financeira que é disponibilizada pelos emitentes em cumprimento dos deveres de informação decorrentes dos artigos 245.º e seguintes do CódVM. Os poderes da CMVM quanto a esta matéria são regulados nos artigos 360.º e seguintes, podendo esta solicitar, ao abrigo do artigo 245.º do CódVM, a divulgação de informações complementares. O controlo da informação dos emitentes manifestou-se ainda no âmbito da supervisão da informação privilegiada e do regime das participações qualificadas.



CMVM

3.1.6.1 Supervisão de Informação Financeira

A CMVM desenvolveu a actividade de supervisão da informação financeira norteando a sua actuação pelo cumprimento dos regulamentos e das disposições legais tendo em vista a protecção dos investidores, designadamente através da divulgação de informação financeira de qualidade, que seja útil e relevante para a tomada de decisões. A actividade de supervisão abrange todos os documentos que são divulgados pelos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, desde que os mesmos comportem informação capaz de, pelo menos no plano teórico, influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários e/ou a tomada de decisões pelos investidores.

O modelo de supervisão em vigor na CMVM assenta numa análise vertical e horizontal da informação financeira disponibilizada. Na análise horizontal é verificado o cumprimento dos prazos estabelecidos por lei ou regulamento e analisada a completude da informação disponibilizada aos investidores. Na análise vertical é verificado o conteúdo da informação financeira disponibilizada de acordo com um modelo de risco definido internamente. O modelo de risco implementado na CMVM segue as orientações definidas a nível europeu pelo CESR, designadamente no *Standard* n.º1 (ref. CESR/03-0731) e no *Standard* n.º2 (ref. CESR/03-317c2). O modelo assenta em diversas variáveis com pesos diferenciados consoante o seu grau de relevância. Algumas das variáveis são a qualificação ou opinião com ênfases dos auditores externos, o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades, a existência/ausência de denúncias de irregularidades, mas também o *free-float*, a capitalização bolsista ou mesmo a existência de operações não recorrentes. A supervisão de informação financeira tem aqui por objectivo primordial assegurar a correcta aplicação dos IAS/IFRS e por inerência promover a comparabilidade entre a informação divulgada pelos diversos emitentes, permitindo uma maior transparência da informação financeira divulgada ao mercado.

A supervisão da informação financeira é efectuada no âmbito de aprovação de prospectos de ofertas públicas, bem como de forma contínua sempre que nova informação financeira é disponibilizada ao mercado. No caso da aprovação de um prospecto, a análise que incide sobre os documentos de prestação de contas é total, a menos que no passado recente as contas do emitente tenham já sido sujeitas a análise.

No âmbito da supervisão contínua, a supervisão de informação financeira poderá efectuar-se em regime total ou parcial. No primeiro caso, os documentos de prestação de contas são sujeitos a análise total e aprofundada, enquanto no segundo caso a análise incide apenas nalgumas áreas de risco acrescido. As ‘áreas de risco’ são previamente identificadas de acordo com as características específicas do emitente, do mercado em que este se insere e das actividades por si desenvolvidas ou de acordo com a conjuntura económica e financeira nacional e internacional.

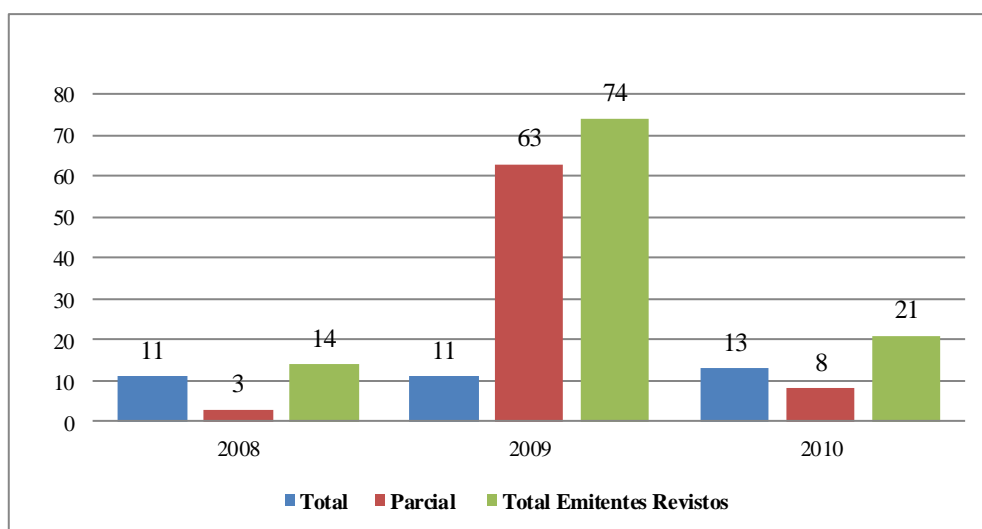


CMVM

Dado o contexto financeiro adverso, o trabalho da CMVM em 2010 foi orientado de modo a permitir o financiamento atempado dos emitentes no mercado de capitais, sem esquecer ou menosprezar a protecção que os investidores devem ter através do acesso a informação verdadeira, completa, objectiva, actual e clara com vista à sua tomada de decisão. Pelo contrário, decidindo com a celeridade que o acesso às fontes de financiamento dos emitentes nacionais exigia, a CMVM cuidou igualmente de assegurar que os investidores tivessem acesso a informação financeira que reflectisse adequadamente os riscos dos seus investimentos, nomeadamente ao nível dos riscos de liquidez, de crédito ou do mercado em geral.

A CMVM pautou a sua análise aos documentos de prestação de contas, da informação inserida em prospectos e de outra informação financeira divulgada ao público em geral através do sistema de difusão da CMVM de modo a assegurar que as normas de relato financeiro estavam de facto a ser cumpridas e que a informação disponibilizada pelos emitentes sobre os riscos referidos era compreensível para os investidores.

Gráfico 52 – Análises de Demonstrações Financeiras - Número de Emitentes



Fonte: CMVM.

A CMVM analisou em profundidade o conteúdo das demonstrações financeiras de 13 emitentes e outros 8 em regime de revisão parcial. Foram também analisadas demonstrações financeiras preparadas de acordo com o POC e com o Sistema de Normalização Contabilístico (SNC) no âmbito de aprovação de prospectos de ofertas públicas sem posterior admissão.

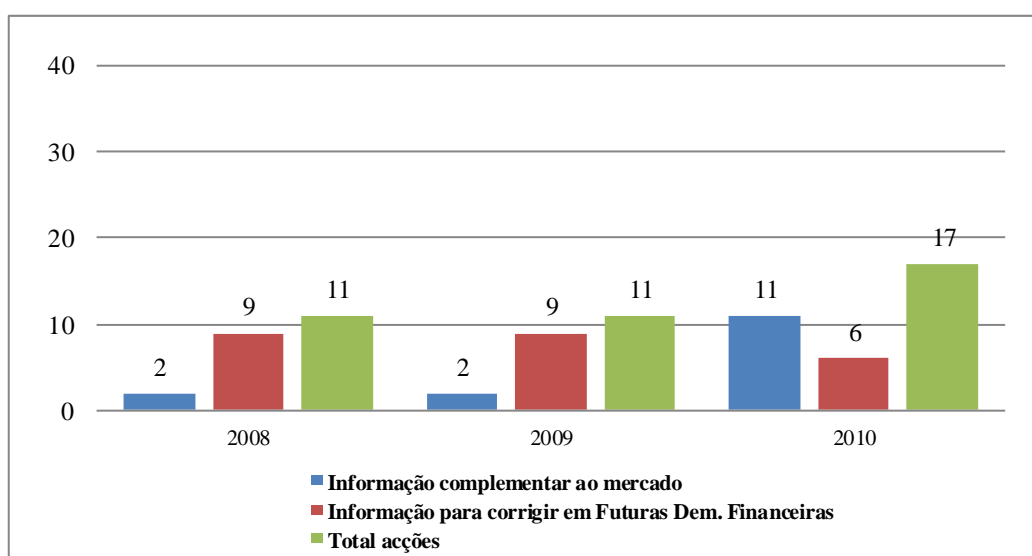
Após análise das demonstrações financeiras, e consoante a gravidade das situações detectadas, a CMVM exerceu a faculdade de determinar aos emitentes que fosse divulgada informação complementar ao mercado



CMVM

(não sendo no entanto necessário que esta informação fosse novamente aprovada pela Assembleia Geral), bem como solicitar que as situações de incumprimento detectadas fossem corrigidas em anos subsequentes ou incorporadas no prospecto a aprovar, caso estivesse em causa um novo emitente. Esta actuação visa promover o aumento da qualidade da informação divulgada ao mercado, sem criar alarme desproporcionado sobre questões que possam não justificar uma actuação mais gravosa, assegurando no entanto a divulgação apropriada da informação relevante para a tomada de decisão por parte dos investidores.

Gráfico 53 - Supervisão da Informação Financeira – Número de Acções Adoptadas



Fonte: CMVM.

Ao longo do período 2008-2010 assistiu-se a uma melhoria da qualidade da informação financeira produzida pelos emitentes. Todavia, subsistem algumas áreas em que existe espaço para melhoria, nomeadamente no que respeita às divulgações exigidas pelas IFRS 7 – Instrumentos Financeiros: Divulgações, IFRS 3 – Concentrações de Actividades Empresariais e IAS 36 – Imparidade de activos. Foi aliás emitida uma circular pela CMVM tendo em vista a preparação das contas anuais, especificando as situações que carecem de maior atenção por parte dos emitentes. Esta iniciativa tem sido regularmente utilizada de forma a servir de alerta, quer para áreas novas das IFRS, quer para as principais situações que têm sido detectadas e que revelaram a incorrecta ou a incompleta aplicação das normas.

É fundamental que os emitentes divulguem os principais riscos a que estão expostos, em particular os riscos de crédito, de liquidez e de mercado, bem como a política adoptada para a sua gestão. A análise efectuada em 2010 teve um especial enfoque nestas matérias, nomeadamente na necessidade de os emitentes divulgarem todas as cláusulas relevantes dos acordos estabelecidos com entidades financiadoras (*covenants*), que afectem ou possam



CMVM

afectar o risco dos instrumentos financeiros a que a entidade está exposta e no reconhecimento de imparidades em activos financeiros, devendo este tema ser de novo objecto de especial atenção no próximo ano.

Foi prestada atenção especial aos impostos diferidos (classificados como rubrica do activo) reconhecidos pelos emitentes respeitantes sobretudo a prejuízos reportáveis, tendo-se solicitado a diversos emitentes informação adicional que comprovasse a possibilidade de estes impostos diferidos virem a ser recuperáveis (especialmente face às alterações legislativas que reduziram o período disponível para o efeito). Tratando-se de uma matéria muito sensível face ao actual contexto económico, a CMVM continuará a supervisionar de perto a correcta aplicação da IAS 12.

3.1.6.2 Suspensão da Negociação

O número de dias (373) em que se verificou a suspensão da negociação de valores mobiliários aumentou ligeiramente. Este número foi influenciado pela suspensão das acções da Papelaria Fernandes em 26 de Março de 2009, que se prolongou até ao final de 2010. As suspensões da negociação abrangeram outras 12 acções e 16 contratos de futuros. Nalguns casos as suspensões foram determinadas pela CMVM, sobretudo por se verificar evidência de ter existido incorporação de informação não divulgada publicamente nas respectivas cotações ou por necessidade de incorporação de informação relevante a divulgar durante a sessão de bolsa. As acções suspensas por exigência da CMVM foram as da Cimpor, da Teixeira Duarte, da *Sporting* SAD, da Portugal Telecom, da Benfica SAD e do Finibanco. No mercado de futuros verificou-se a suspensão de 16 contratos, não só na sequência da suspensão da negociação dos respectivos activos subjacentes no mercado a contado, como também na sequência de interrupções técnicas ocorridas no sistema de negociação da entidade gestora.

3.1.6.3 Apresentação de Informação Financeira

A apresentação da informação financeira dos emitentes foi efectuada nos termos dos artigos 245.º e seguintes do CódVM. Foram 49 os emitentes com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado que prestaram informação financeira anual ao mercado, menos um do que em 2009 devido à exclusão da Cires do mercado na sequência de uma OPA.

O número de emitentes com outros valores mobiliários inclui apenas emitentes com empréstimos obrigacionistas sujeitos à prestação de informação financeira nos termos do artigo 250.º-A do CódVM. Esse número manteve-se inalterado com a saída de três emitentes e a entrada do mesmo número de sociedades. A saída de dois dos emitentes (Lisboagás GDL e UIF) ocorreu na sequência da amortização total dos empréstimos



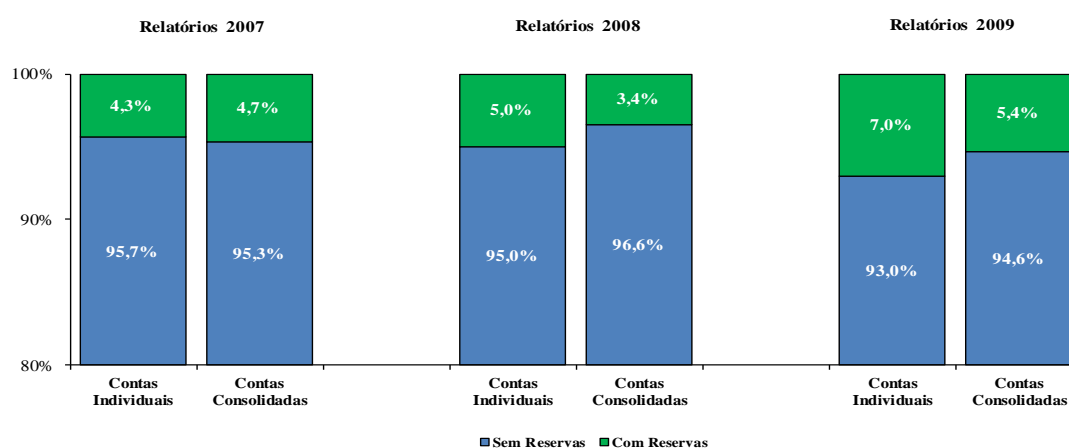
CMVM

obrigacionistas.⁶³ Os três novos emitentes admitidos ao mercado foram o Montepio Geral, o Banif – Banco Internacional do Funchal e o Finibanco.

Os documentos de prestação de contas anuais consolidadas foram elaborados em base IAS/IFRS. Por opção das sociedades as contas individuais foram elaboradas atendendo ao normativo local ou internacional, com excepção dos casos em que apenas são preparadas contas individuais (nestas circunstâncias deve ser seguido o normativo internacional). Apesar de terem ocorrido alguns atrasos pontuais no envio e na divulgação das contas anuais, todos os emitentes divulgaram as suas contas anuais de 2009 no sítio da CMVM na *internet*, verificando-se o mesmo número (9) de atrasos no envio e/ou na divulgação das contas anuais que no ano anterior.

O número de empresas com reservas nas suas contas consolidadas anuais aumentou relativamente ao ano anterior, passando de dois para três casos. Em relação às contas individuais, 67% das incidências apontadas pelos auditores ficaram a dever-se a reservas de âmbito e apenas 33% a reservas de opinião. Todas as sociedades com reservas nas contas individuais prepararam as contas aplicando o POC. Cerca de 80% das situações apontadas pelos auditores às contas consolidadas ficaram a dever-se a reservas de âmbito, isto é, situações em que o auditor se deparou com limitações ao trabalho desenvolvido e, em virtude das circunstâncias apontadas, não pôde ajuizar sobre a situação patrimonial. Todas as qualificações apresentadas sobre as contas semestrais de 2010 se ficaram a dever a reservas de âmbito.

Gráfico 54 – Opinião dos Auditores



Fonte: CMVM

⁶³ A Sociedade de Transportes Colectivos do Porto (STCP) também saiu embora não estivesse obrigada a prestar informação financeira anual ao mercado.



CMVM

O número de emitentes obrigados à prestação de informação financeira semestral ao mercado ascendeu a 59, dos quais 10 apenas tinham obrigações, *warrants* e/ou certificados admitidos à negociação na *Euronext Lisbon*.⁶⁴ A diferença verificada entre o número de sociedades com valores mobiliários admitidos, que não acções, obrigadas a prestar contas anuais de 2009 e as obrigadas a prestar contas do primeiro semestre de 2010 foi de uma sociedade (a Parque Expo, por se aplicar o direito transitório disposto no artigo 18.º, n.º 3 do Decreto-Lei n.º 357-A/2007 de 31 de Outubro). Em 2010 apenas ocorreram duas situações de atraso na divulgação desses documentos.

Quadro 62 - Informação Semestral a Divulgar

Documentos	Acções na <i>Eurolist by Euronext Lisbon</i>	
	Individuais - Plano de contas local	Individuais e Consolidadas - IAS/IFRS
Relatório de Gestão	O	IAS34
Balanço	O	IAS34
Demonstração de Resultados	O	IAS34
Anexos ao Balanço e Dem. Resultados	O	IAS34
Resumo da informação por segmentos	O	IAS34
Parecer do Auditor registado na CMVM	F	F
Lista de transacções de valores mobiliários emitidos pela Sociedade e efectuadas pelos titulares de órgãos sociais	O	O
Lista de titulares de participações qualificadas	O	O

Fonte: CMVM.

Legenda: O - Obrigatório; F - Facultativo (n.º 3 do artigo 8.º do Cód.VM); IAS34 – Relato Financeiro Intercalar, norma que define o conteúdo e divulgações e identifica os princípios contabilísticos de reconhecimento e de mensuração na elaboração das contas semestrais segundo as Normas Internacionais de Contabilidade.

Os emitentes com acções admitidas na *Euronext Lisbon* também se encontram obrigados a divulgar informação financeira trimestral cujo conteúdo, para as sociedades que não ultrapassem os limites do n.º 1 do artigo 246.º-A do CódVM, obedece ao modelo aprovado pela CMVM. Para as restantes sociedades é obrigatório o reporte de acordo com a IAS 34. Registou-se apenas um atraso no envio e na divulgação da informação relativa ao primeiro trimestre de 2010 e nenhum atraso no terceiro trimestre de 2010.

3.1.6.4 Informação Privilegiada

No âmbito da supervisão da informação privilegiada estão estabelecidos os chamados “Procedimentos Gerais de Supervisão de Informação Privilegiada”, cuja aplicação permitiu diminuir de modo significativo o tempo de detecção da necessidade de prestação de informação ao mercado. A continuada aplicação destes procedimentos

⁶⁴ As contas semestrais a divulgar são apenas as consolidadas ou, no caso de o emitente não possuir subsidiárias, as individuais. Além da divulgação das contas consolidadas deverão ainda ser disponibilizadas as contas individuais se estas contiverem informação significativa.



CMVM

e a sua melhor interiorização por parte dos emitentes permitiram que o tempo de resposta se reduzisse ainda mais face ao passado. Foi solicitada pela CMVM a prestação de esclarecimentos em 64 situações relativas a 22 emitentes. Na sequência destes procedimentos, foram efectuados 18 comunicados de informação privilegiada ao mercado, alguns de forma espontânea, e foi determinada a suspensão da negociação em 10 casos, de modo a assegurar que esta decorresse em moldes que garantissem a incorporação de toda a informação considerada relevante para uma correcta avaliação dos valores mobiliários.

3.1.6.5 Participações Qualificadas

A análise da informação e da monitorização do mercado relativa ao acompanhamento da estrutura accionista, do controlo societário e do cumprimento do dever de comunicação de participações qualificadas relativos aos emitentes permitiu iniciar 4 investigações aprofundadas, relacionadas com a clarificação da cadeia de controlo e imputação das respectivas participações qualificadas. Estas análises deverão ficar concluídas em 2011.

3.1.7 Contencioso

Em 2010 a CMVM consolidou a integração das áreas orgânicas de apoio jurídico e de contencioso. O número de processos de contra-ordenação instaurados (99) aumentou em 58 face ao ano anterior. Aumentou o número de processos instaurados relativamente a todos os tipos de ilícitos, com excepção da divulgação de participações qualificadas. O aumento mais significativo ocorreu nos processos que têm por objecto a integridade e a equidade do mercado (+283,3%), a intermediação financeira (+212,5%), a qualidade e a oportunidade de informação (+42%) e a gestão colectiva de poupanças (+38,4%). A qualidade e a oportunidade da informação, situações relacionadas com intermediação financeira, integridade e equidade do mercado e gestão colectiva de poupanças foram as áreas de supervisão em que se verificou uma maior incidência de ilícitos.



CMVM

Quadro 63 – Processos de Contra-Ordenação

Na CMVM	Total	MER	GCP	QOI	DPQ	PIP	IFnA	IF	AUD
Processos transitados de anos anteriores	49	9	8	14	3	0	2	13	0
Iniciados em 2010	99	23	13	27	1	6	3	25	1
Total	148	32	21	41	4	6	5	38	1
Processos investigados e não instaurados	11	0	2	4	2	0	0	3	0
Processos decididos	31	0	4	13	1	5	2	6	0
Processos em curso	106	32	15	24	1	1	3	29	1
Total	148	32	21	41	4	6	5	38	1

Nos Tribunais									
Decididos em Tribunal	8	1	0	6	0	1	0	0	0
A decorrer no Tribunal	24	1	1	17	0	0	1	4	0
Total	32	2	1	23	0	1	1	4	0

Fonte: CMVM.

Legenda: MER - Integridade e Equidade do Mercado, GCP - Gestão Colectiva de Poupanças, QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação, DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas, PIP - Prestação de Informação Periódica, IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada, IF - Intermediação Financeira, AUD - Auditor.

A CMVM deliberou, em 2010 a aplicação de um total de 25 coimas, correspondentes a 5.105.000 euros, dos quais 4.845.000 euros⁶⁵ corresponderam a coimas aplicadas em 2010 (20 processos finalizados).⁶⁶ A coima máxima aplicada foi de 1.000.000 euros e a coima média por processo foi de 204.200 euros. Seis dos processos decididos em 2010 originaram a divulgação da respectiva sanção (artigo 422.º do CódVM).

No que respeita aos processos decididos, aumentaram as situações relativas a gestão colectiva de poupanças, a prestação de informação periódica e a intermediação financeira não autorizada. Na gestão colectiva de poupanças as infracções objecto de sanção incluíram a violação das regras sobre a valorização do património e das unidades de participação, o registo de operações realizadas fora de mercado sobre activos cotados e os limites de endividamento e os conflitos de interesses. Em matéria de prestação periódica de informação as situações abrangeram o atraso na divulgação da informação e o conteúdo da informação prestada. Os casos de informação financeira não autorizada respeitaram ao exercício da actividade de intermediação financeira sem registo prévio na CMVM.

É ainda de destacar o apoio prestado pela CMVM ao Sistema de Indemnização de Investidores (SII) no âmbito de 6 processos cautelares e de três acções administrativas em que aquele Sistema é requerido, contra-interessado ou réu.

⁶⁵ A diferença entre os montantes das coimas deliberadas e as aplicadas deve-se aos casos em que as coimas deliberadas não foram aplicadas por (i) termo de suspensão (artigo 415.º/5 CódVM), (ii) recusa de sumaríssimo (artigo 415.º/5), (iii) revogação das decisões da CMVM pelos Tribunais.

⁶⁶ A diferença entre o número de processos finalizados com aplicação de coima e o número de coimas deliberadas deve-se ao facto de em alguns processos ser deliberado mais do que uma coima (v.g. processos com mais do que um arguido).



CMVM

CAIXA 11 – DECISÕES JUDICIAIS EM 2010: CONTRA-ORDENAÇÕES

Em 2010 foram proferidas decisões de mérito pelo Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa sobre 15 recursos de contra-ordenação. Quatro das sentenças mantiveram a decisão da CMVM, 5 alteraram a decisão da CMVM, reduzindo o montante da coima aplicada, e 6 revogaram a decisão da CMVM, tendo sido estas últimas objecto de recurso para o Tribunal da Relação de Lisboa. Um destes recursos foi decidido ainda em 2010, tendo o Tribunal da Relação de Lisboa revogado a decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal e determinado o reenvio do processo para novo julgamento.⁶⁷

O Tribunal da Relação de Lisboa proferiu em 2010 mais 4 decisões, sobre dois recursos interpostos em 2009 e um recurso interposto em 2010, e sobre uma arguição de nulidade de acórdão que proferira em 2009.

No acórdão que decidiu a arguição de nulidade, o Tribunal manteve o seu acórdão anterior, que revogara a sentença absolutória do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, condenando o arguido. Em dois outros acórdãos, sobre recursos interpostos pelos arguidos condenados em primeira instância, o Tribunal confirmou as condenações, embora tenha reduzido o montante da coima aplicada (em um) e recorrido ao instituto da suspensão, parcial ou total, da execução da coima (em ambos). No quarto acórdão, o Tribunal manteve a decisão absolutória proferida pelo Tribunal de Pequena Instância Criminal.

Foi ainda proferida uma decisão pelo Tribunal Constitucional no âmbito de um recurso de contra-ordenação. Neste processo, o Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa proferiu sentença absolutória em 2009, que foi objecto de recurso para o Tribunal da Relação de Lisboa, que ainda em 2009 proferiu acórdão que condenou o arguido, revogando aquela sentença. O arguido interpôs recurso do acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa para o Tribunal Constitucional, que em 2010 proferiu decisão sumária em que entendeu não poder conhecer do recurso.⁶⁸

Resume-se seguidamente o essencial de dois acórdãos do Tribunal da Relação de Lisboa e de uma sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa proferidos em 2010.

⁶⁷ Já em 2011, o Tribunal da Relação de Lisboa decidiu três dos restantes cinco recursos, tendo, em dois dos recursos, revogado a decisão absolutória do Tribunal de Pequena Instância Criminal e determinado o reenvio dos processos para novo julgamento, e, no outro, mantido a decisão absolutória proferida pelo Tribunal de Pequena Instância Criminal. Dois dos recursos encontram-se ainda pendentes de decisão.

⁶⁸ Já em 2011, na sequência de reclamação, apresentada pelo arguido, para a conferência do Tribunal Constitucional, da referida decisão sumária, o Tribunal Constitucional confirmou a decisão de não conhecer do recurso.



CMVM

Acórdão de 18 de Fevereiro de 2010

O Tribunal da Relação de Lisboa pronunciou-se, em sede de recurso, sobre a sentença que condenou o arguido pela prática de 6 contra-ordenações relativas à violação do dever de comunicar à CMVM e ao emitente a aquisição e a alienação de participações qualificadas (artigo 16.º do CódVM). O Tribunal pronunciou-se sobre a alegada prescrição dos factos, concluindo que não se verificava no caso concreto uma vez que a prescrição só ocorre após o decurso de 8 anos sobre os factos.

Decidiu o Tribunal que, ao não comunicar à CMVM e ao emitente a aquisição ou a alienação de uma participação qualificada, o arguido cometeu duas contra-ordenações, uma vez que a decisão de cumprir, ou não, cada uma das obrigações é completamente autónoma e auto-subsistente. Relativamente ao prazo para cumprimento do dever, entendeu o Tribunal que ao prazo geral de 4 dias de negociação deverá somar-se o prazo presuntivo de dois dias de negociação (previsto no artigo 16.º, n.º 3, alínea a) do CódVM). Entendeu, por outro lado, que nos termos do artigo 388.º, n.º 4 do CódVM, o que releva para efeitos de cumprimento é a data em que a informação é recebida pelo destinatário e não a data de depósito das cartas que procedem à comunicação. Destes entendimentos resultou a manutenção de 4 das contra-ordenações pelas quais o arguido vinha condenado, mas também a revogação de duas contra-ordenações. Por fim, o Tribunal decidiu pela suspensão da coima por um período de 5 anos uma vez que se verificava uma única condenação anterior do arguido (pelo mesmo tipo de ilícito), na qual o arguido foi admoestado, e que ainda era possível fazer um prognóstico favorável relativamente ao comportamento futuro do recorrente.

Acórdão de 8 de Junho de 2010

O Tribunal da Relação de Lisboa pronunciou-se, em sede de recurso, sobre a sentença que condenou a arguida pela prática de duas contra-ordenações, relativas à violação do dever de comunicar a aquisição de uma participação qualificada (artigos 16.º, n.º 1, alínea a), 388.º, n.º 1, alínea a) e 390.º, n.º 1 do CódVM) e à violação do dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade (artigos 191.º, n.º 1, 388.º, n.º 1, alínea a) e 390.º, n.º 2, alínea f) do CódVM).

Entendeu o Tribunal que para efeitos do artigo 20.º do CódVM, tendo em conta que o fim visado é o de conferir transparência à propriedade accionista, tanto será participante aquele que é titular das acções e que, através de uma participação indirecta, atinge o limiar de uma participação qualificada, como o investidor que, não sendo accionista, através de uma participação indirecta atinge o mesmo limiar. Pelo que é admissível que quem não é formalmente accionista de uma sociedade aberta possa dominar uma participação qualificada, ficando obrigado ao dever de comunicação previsto no artigo 16.º, n.º 1, alínea a) do CódVM. Mais entendeu que as mesmas considerações são aplicáveis relativamente ao dever de lançamento de OPA (artigos 187.º, n.º 1, e 191.º, n.º 1 do



CMVM

CódVM). O Tribunal decidiu que o erro em que caiu a arguida terá de considerar-se censurável uma vez que, muito embora celebrado entre pessoas jurídicas estrangeiras, o contrato de compra e venda de acções tinha por objecto acções pertencentes ao capital social de uma sociedade aberta portuguesa, não tendo a arguida agido com o cuidado devido, nem observado uma recta consciência ético-jurídica na busca sobre o esclarecimento da proibição.

Por fim, atenta a inexistência de antecedentes contra-ordenacionais da arguida, o facto de esta ter acabado por observar, ainda que bem após decorridos os prazos legais, os deveres impostos pela lei, e em face da inexistência de prova de que das infracções cometidas tenha resultado prejuízo para o mercado, o Tribunal entendeu suspender a execução de metade da coima única aplicada à arguida pelo período de três anos.

Sentença de 21 de Julho de 2010

O Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa pronunciou-se, em sede de impugnação judicial, sobre a decisão da CMVM que sancionou o arguido pela prática de seis contra-ordenações muito graves relativas à violação do dever de prestar informação verdadeira (artigo 7.º do CdVM).

O arguido havia sido condenado, pela CMVM, no pagamento de uma coima única no valor de €5.000.000 (cinco milhões de euros), ficando a sua execução suspensa no montante de €2.500.000 (dois milhões e quinhentos mil euros), pelo prazo de dois anos. Na decisão a CMVM expressou o entendimento de que decorreria da lei que, em caso de impugnação judicial, a decisão relativa à suspensão parcial da execução da coima se extinguiria. Em Julho de 2009 o arguido apresentou impugnação judicial da decisão da CMVM.

O Tribunal veio julgar improcedentes todas as questões prévias suscitadas pelo arguido na impugnação judicial, designadamente as alegadas nulidades do processo por omissão de fase formal de inquérito/instrução, violação do princípio da não auto-incriminação, valoração de transcrições de depoimentos prestados noutros processos, omissão da indicação das provas que fundamentam a acusação e a decisão, omissão de factos concretizadores da imputação subjectiva, e ainda a alegada nulidade por não ter sido concedido ao arguido prazo razoável para apresentação da defesa.

Mais decidiu o Tribunal considerar que a informação divulgada pelo arguido não respeita os requisitos legais de qualidade por não reflectir apropriadamente um conjunto de factos (que resultavam da decisão da CMVM) que julgou provados relativos, designadamente, à compra de acções do arguido por sociedades *off-shore*, a contratos celebrados com um banco internacional e a operações que envolveram o sector imobiliário, tendo julgado não provado que os beneficiários económicos designados pelo arguido para certas *off-shore* actuassem por sua conta e risco, assumindo o activo e passivo das operações financeiras realizadas por tais sociedades, e que não fosse o



CMVM

arguido o único titular das decisões de investimento e da gestão do risco respeitante àquelas sociedades *off-shore*.

O Tribunal confirmou que o arguido violou dolosamente, por seis vezes, o artigo 7.º do CdVM: i) na divulgação dos documentos de prestação de contas anuais relativas a 2003, 2004, 2005 e 2006, que não davam uma imagem verdadeira e apropriada da situação económico-financeira da sociedade e dos resultados das operações por esta realizadas; ii) na divulgação da informação referente à sua actividade, resultados e situação económica e financeira no 3.º trimestre de 2007, que não reconhecia as perdas financeiras geradas por transacções em acções próprias e quanto a investimentos imobiliários; iii) na divulgação de comunicado do arguido de Dezembro de 2007, que afirma a veracidade de todas as informações até aí emitidas.

Entendeu o Tribunal que as informações veiculadas pelo arguido, que ocultavam perdas e sobreavaliavam lucros, eram todas elas susceptíveis de influenciar as decisões dos investidores, verificando-se, por seis vezes, o preenchimento do tipo contra-ordenacional.

Pelo exposto, o Tribunal proferiu sentença que confirmou a decisão condenatória da CMVM, inclusivamente no valor da coima de €5.000.000 (cinco milhões de euros), tendo todavia considerado procedente o recurso do arguido no que diz respeito à subsistência da suspensão parcial da coima, que foi mantida apesar da impugnação judicial da decisão da CMVM (atenta a aplicação do artigo 415.º do CdVM efectuada com as adaptações necessárias resultantes dos termos previstos no artigo 50.º do Código Penal).⁶⁹

3.1.8 Investigação e Crimes de Mercado

Na sequência da detecção de situações de negociação com características potencialmente anómalas e, em menor número, de participações recebidas, foram realizados e concluídos 64 processos de análise de operações potencialmente “suspeitas”. Foram realizados e concluídos 36 processos de investigação respeitantes a 31 casos de possíveis crimes de mercado e 5 a outro tipo de irregularidades. Quinze dos processos de investigação culminaram em processos de contra-ordenação – maioritariamente relacionados com a violação do dever de defesa do mercado, em 8 casos por violação do dever de defesa do mercado (art. 311º do Cód. VM) e em 5 por violação do regime da informação privilegiada (art. 394º, nº 1, i) do Cód. VM). Os dois casos remanescentes estão relacionados com a existência de conflitos de interesses (art. 309º, nºs 1 e 3 do Cód. VM), violação do

⁶⁹ A sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal, objecto de recurso pelo arguido, foi mantida por acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa proferido já em 2011. O acórdão foi por seu turno recorrido para o Tribunal Constitucional, que proferiu decisão sumária em que entendeu não conhecer do recurso, que se encontra pendente de reclamação para a conferência do Tribunal Constitucional.



CMVM

dever de comunicação de transacções de dirigentes (art. 248º-B do Cód. VM), de violação do regime de comunicação de participações qualificadas (art. 16º do Cód. VM) ou de falta de qualidade da informação (art. 7º do Cód. VM). Foram concluídos 21 processos de intermediação financeira não autorizada.

Quadro 64 – Processos de Análise de Operações e de Investigação Concluídos em 2010

	Transitados	Entrados	Total	Concluídos	Pendentes
Processos de investigação					
Abuso de informação privilegiada	11	7	18	15	3
Manipulação de mercado	12	5	17	16	8
Outras irregularidades	9	7	16	5	4
Sub-total	32	19	51	36	15
Processos de análise de operações					
Sub-total	59	27	86	64	22
Processos de intermediação financeira não autorizada					
Exercício não autorizado de intermediação	7	21	28	21	7
Sub-total	7	21	28	21	7
TOTAL	98	67	165	121	44

Fonte: CMVM.

Na sequência de processos de investigação, foram efectuadas 7 participações ao Ministério Público⁷⁰: três pelo crime de abuso de informação, uma pelo crime de manipulação de mercado, duas por crimes diversos relacionados com comportamentos de investidores e uma pelo crime de recepção de fundos (artigo 200.º do RGICSF).

Quadro 65 – Denúncias e Instauração de Contra-Ordenações em Situações de Abuso de Mercado

Processos de contra-ordenação				Denúncias ao Ministério Público de indícios de crimes de mercado			
Violação do dever de defesa de mercado 311º CódVM	Utilização indevida de informação privilegiada 248º, n.º 4 CódVM	Outros	TOTAL	Manipulação de mercado 379º CódVM	Abuso de informação 378º CódVM	Outros	TOTAL
12	3	4	19	1	3	3	7

Fonte: CMVM.

⁷⁰ Não se consideram aqui as participações ao Ministério Público enviadas pela CMVM em Janeiro de 2011 mas respeitantes a processos de investigação concluídos em 2010.



CMVM

Foi possível concluir alguns processos de investigação de modo a efectuar a participação ao Ministério Público menos de um ano passado sobre a data dos factos. Este constituiu, de resto, um objectivo da CMVM em relação aos possíveis casos de abuso de mercado. Sem prejuízo da complexidade própria dos casos que são investigados e das diligências que tiveram que ser efectuadas (algumas das quais internacionais), procurou-se concluir todas as fases do processo – identificação das situações, análise de operações e investigação – menos de um ano passado da data dos factos, de modo a potenciar as condições de sucesso das fases subsequentes de inquérito criminal ou de apuramento de responsabilidade contra-ordenacional e a aumentar o grau de dissuasão dos agentes que com as suas condutas ilícitas causam prejuízos ao mercado em geral e aos demais investidores em particular.

A maioria dos casos investigados em que se concluiu pela existência de irregularidades teve origem na actividade de supervisão do mercado e nos mecanismos de monitorização e detecção de irregularidades da CMVM (com especial destaque para o SIVAM). O número de comunicações de operações suspeitas por intermediários financeiros (6), entidades gestoras de mercado (uma) e investidores em geral (duas) encontra-se ainda aquém do expectável visto que o número de comunicações deste tipo efectuadas desde que o regime está em vigor é muito reduzido segundo os padrões internacionais.

Como referido, foram concluídas 64 análises de operações, o que permitiu inverter a tendência de crescimento do número de processos pendentes de análise de operações. Foram analisados 42 casos de possível manipulação de mercado (ou violação do dever de defesa de mercado), 18 de eventual abuso de informação e 4 de *earning seasons* (ou seja, negociação na proximidade da divulgação de informação financeira). Em cerca de 20% das situações identificaram-se indícios de irregularidades. Quatro processos deram origem, directamente e sem necessidade de diligências de investigação adicionais à instauração de processos de contra-ordenação por violação do dever de defesa do mercado (art. 311º do Cód. VM). No total e em conjunto com os instaurados na sequência de processos de investigação, foram instaurados 17 processos de contra-ordenação por abuso de mercado. Nove processos deram origem à abertura de processos de investigação, 8 dos quais entretanto concluídos durante o ano. Os demais foram arquivados.

O SIVAM e a fase de análise de operações, normalmente prévia à de investigação, revelaram-se de grande eficácia no combate ao abuso de mercado e permitiram, de forma célere e eficaz, fazer uma adequada triagem de casos que transitaram para investigação. Permitiram ainda identificar indícios de irregularidades que, maioritariamente, se vieram a confirmar e que culminaram mesmo, como acima referido, em participações ao Ministério Público ou na instauração de processos de contra-ordenação.



CMVM

Durante o segundo semestre do ano foram revistos de forma muito abrangente e aprofundada todos os procedimentos de supervisão de dívida pública. Foi concebido e implementado um SIVAM para a negociação de dívida, reformulados os seus procedimentos de supervisão e implementados os novos procedimentos e rotinas.

Foram concluídos 21 processos de intermediação financeira não autorizada. Os casos tratados ao longo do ano revestiram natureza e complexidade distinta. Pela natureza ilícita das actividades não autorizadas, persistem as dificuldades na recolha de elementos que permitam obter informação sobre as actividades desenvolvidas e sobre os seus contornos exactos. Não obstante essa dificuldade, foram instaurados 8 processos de contra-ordenação por exercício não autorizado de intermediação financeira (três por prospecção de serviços de investimento, dois por publicidade, dois por exercício de actividade e um por oferta pública de valores mobiliários). No total foram instaurados 27 processos de contra-ordenação com origem nos distintos tipos de processos (investigação, análise de operações e intermediação financeira não autorizada). Foi ainda efectuada uma participação criminal ao Ministério Público. Cinco outros processos tiveram distintas finalidades como, por exemplo, a publicação de alertas ou a notificação a entidades terceiras para retirarem a publicidade a entidades não autorizadas dos seus sítios na *internet*.

A CMVM reagiu logo após a tomada de conhecimento de indícios de actividades não autorizadas, reduzindo assim a probabilidade de serem afectados investidores com a prestação de serviços de investimento não autorizados. O esforço da CMVM nesta matéria é evidenciado pelo facto de 6 dos 7 processos pendentes no final do ano terem dado entrada no último trimestre de 2010.

Não obstante o carácter internacional da intermediação financeira não-autorizada, designadamente através dos sítios na *internet*, a maioria dos casos investigados tiveram origem ou estiveram relacionados com a prestação – ou tentativa de prestação – de serviços por pessoas residentes em Portugal.

No plano da prevenção, foram publicados 12 comunicados a informar sobre a ausência de habilitação de pessoas, sociedades e sítios na *internet* para prestar serviços de intermediação. Em 8 casos a CMVM deslocou-se a instalações de pessoas e entidades para obter esclarecimentos sobre as actividades desenvolvidas.

Foram efectuados 62 pedidos de assistência internacional e recebidos 7 pedidos de assistência de congéneres. Foram ainda respondidos 11 pedidos de cooperação institucional de autoridades judiciárias. Manteve-se e procurou-se intensificar a cooperação com o Ministério Público, quer em relação a pedidos específicos de colaboração, quer em relação aos processos-crime em curso resultantes de participações efectuadas pela CMVM.



CMVM

CAIXA 12 – DECISÕES JUDICIAIS EM 2010: CRIMES DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E MANIPULAÇÃO DO MERCADO

Durante 2010 foram proferidas três decisões judiciais sobre dois processos que tiveram origem em denúncias da CMVM. Os processos referiram-se aos crimes de manipulação de mercado – uma decisão – e de abuso de informação privilegiada – duas decisões.

Manipulação de mercado

Em execução de acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 2009 – o qual havia revogado a sentença absolutória proferida em primeira instância, condenado os arguidos em co-autoria pela prática de um crime de manipulação de mercado, por actuação destinada a reduzir fraudulentamente a cotação de determinados instrumentos financeiros, e determinado a baixa do processo para determinação da pena concreta que caberia aos arguidos (artigo 371.º CPP) –, a 1ª Seção do 5.º juízo Criminal de Lisboa, por sentença proferida a 7 de Janeiro de 2010, na sequência de reabertura da audiência e da realização de diligências adicionais relativas à situação económica dos arguidos, condenou os arguidos à pena de 200 dias de multa, no valor diário de 10 euros para um arguido e de 5 euros para o outro (respectivamente, 2.000 euros e 1.000 euros). A decisão transitou em julgado, passando à fase de execução.

Abuso de informação privilegiada

Em cumprimento do acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 2009, – o qual havia revogado a sentença absolutória proferida em primeira instância, proferido decisão condenatória dos três arguidos por utilização de informação privilegiada e determinado a reabertura da audiência para precisar a pena concreta a aplicar e, sendo esse o caso, a pena acessória prevista no artigo 380.º do CódVM –, o 4.º Juízo Criminal de Lisboa, por sentença proferida a 25 de Março de 2010, na sequência de reabertura da audiência, condenou dois arguidos em 300 dias de multa, um à taxa diária de 90 euros (27.000 euros), o outro de 40 euros (12.000 euros), e o terceiro arguido em 200 dias de multa, à taxa diária de 70 euros (14.000 euros). A sentença determinou ainda a publicação do acórdão condenatório e da própria sentença em jornal diário e especializado em matéria económica e financeira com a maior tiragem a nível nacional e, relativamente a dois arguidos, de interdição profissional do exercício de actividade relacionada com o crime pelo período de dois anos.

O Tribunal da Relação de Lisboa, por acórdão de 21 de Setembro de 2010, declarou nula a sentença da primeira instância de 25 de Março de 2010 e determinou a reabertura da audiência para cumprimento do artigo 358.º, n.º 1 CPP, por considerar que a sentença do tribunal recorrido havia aplicado penas acessórias, ao abrigo do artigo 380.º do CódVM, não tendo, porém, esse enquadramento sido previamente comunicado aos arguidos na acusação ou na pronúncia. Por outro lado, este acórdão não aprecia as pretensões dos arguidos recorrentes no



CMVM

sentido de encetarem nova discussão sobre a matéria de facto, por considerar que o acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 3 de Junho de 2009, que considerou os três arguidos co-autores do crime, transitou em julgado e, assim, decidiu, de modo definitivo, intra e extra processualmente, sobre os factos que considerou provados e sobre a questão da culpabilidade dos arguidos.

3.2.DEFESA DOS INVESTIDORES ENQUANTO AFORRADORES E CONSUMIDORES DE SERVIÇOS FINANCEIROS

3.2.1 Reclamações e Mediação

Em 2010 foram recebidas na CMVM 628 reclamações, 16 denúncias, 1.600 pedidos de informação e 1.525 pedidos de certidões para efeitos fiscais. O volume de reclamações mantém-se em níveis superiores aos padrões médios registados até 2007 (data em que número médio de reclamações se situou em cerca de 270), em larga medida por causa do elevado número de reclamações relativas ao Banco Privado Português. Os intermediários financeiros continuaram a ser as entidades mais reclamadas (89% do total), com destaque para os bancos que comercializam instrumentos financeiros, sobretudo complexos.

Quadro 66 - Total de Reclamações Entradas por Entidade

Reclamações Entradas por Entidade Reclamada	2010
Intermediários Financeiros	556
Emitentes	69
Outros	3
	628

Fonte: CMVM.

Em 2010 foram abertos e analisados 1.701 processos de reclamação contra intermediários financeiros, a maioria dos quais transitados de anos anteriores. Na sequência da reestruturação profunda de que foi objecto a área do apoio ao investidor da CMVM, foi possível concluir 1.225 reclamações, mais do dobro de 2009. As reclamações passaram a ser um dos meios privilegiados para aferir sobre o cumprimento ou incumprimento das regras e dos deveres que legalmente impendem sobre os operadores do mercado e, desta forma, contribuírem para uma supervisão mais actuante e assertiva da CMVM.



CMVM

Quadro 67 - Total de Reclamações contra Intermediários Financeiros

Ano	Transitadas	Entradas	Total	Concluídas
2008	0	803	803	354
2009	449	1274 ⁽¹⁾	1723 ⁽¹⁾	578 ⁽¹⁾
2010	1145	556	1701	1225

Nota: (1) Não inclui as reclamações contra o Banco Privado Português (1.143 entradas, 1.142 concluídas e uma transitada).

Fonte: CMVM.

Foram comunicadas à CMVM 64 situações que evidenciavam potenciais irregularidades no comportamento do intermediário financeiro. Foram determinadas medidas de supervisão nestes casos. Outras 72 situações deram origem a apuramento de eventual responsabilidade contra-ordenacional.

Os 5 maiores bancos a operar em Portugal concentraram 61% do total das reclamações (abertas e analisadas) contra intermediários financeiros. As reclamações relativas a situações apresentadas contra o Banco Português de Negócios ascenderam a 233 e contra o Banco Privado Português a 120.

Quadro 68 - Resolução das Reclamações contra Intermediários Financeiros Concluídas em 2010 por Tipo

Reclamações Concluídas por Entidade Reclamada	Nº. Reclamações
Com resposta adequada do intermediário financeiro	882
Com resposta do intermediário financeiro favorável ao reclamante	423
Com resposta do intermediário financeiro não favorável ao reclamante	182
Com esclarecimento	277
Com resposta não adequada do intermediário financeiro	98
Fora da competência da CMVM	63
Desistência do reclamante	28
Esclarecimento pela CMVM sem necessidade de apresentação à entidade reclamada	33
Transitados para mediação	1
Total	1105

Fonte: CMVM.

Nota: Não inclui os 120 processos de reclamações relativos ao Banco Privado Português.

Do total de reclamações concluídas (excluindo, pela sua especificidade, as relativas ao BPP), a CMVM considerou que em cerca de 80% existiu uma resposta adequada por parte do intermediário financeiro. Foram tidas como adequadas as respostas em que o intermediário financeiro demonstrou ter cumprido os seus deveres legais, independentemente de ter ou não atendido à pretensão do reclamante e desde que o reclamante tenha sido



CMVM

cabalmente esclarecido. No conjunto das reclamações com resposta adequada do intermediário financeiro, este reconheceu assistir razão ao reclamante em 48,0% dos casos, pelo que o ressarcio dos danos causados.

Nos processos de reclamações concluídas atendíveis⁷¹ em que o investidor apresentava factos em que punha em causa o cabal cumprimento dos deveres do intermediário financeiro, a CMVM deu parecer favorável ao investidor em 53% dos casos, o que permite concluir que na maioria dos processos e na opinião da CMVM o intermediário financeiro devia ter tido uma conduta diferente. Em 81% destes casos o intermediário financeiro acatou o parecer da CMVM.

Em grande medida, as situações em que o parecer da CMVM foi no sentido de se considerar adequada a resposta do intermediário financeiro, ainda que não atendesse à pretensão do reclamante, foram aquelas em que os argumentos apresentados nas respostas são suportados por provas documentais que atestam a regularidade da actuação do intermediário financeiro. A subscrição regular dificilmente poderá ser contrariada sempre que existam documentos de subscrição, nomeadamente, de boletins de subscrição preenchidos de acordo com as características do produto e assinados pelo subscritor nos quais constem declarações que atestem ter o intermediário financeiro entregue toda a documentação regulamentar exigida (por exemplo e consoante os casos, prospecto, ficha informativa, regulamento de gestão) e ainda ter prestado todos os esclarecimentos necessários.

A CMVM tem, recorde-se, recomendado reiteradamente aos investidores (reclamantes) que leiam atentamente toda a documentação que lhes é entregue pelo seu intermediário financeiro antes de a assinarem.

3.2.1.1. Assuntos mais reclamados

Entre os instrumentos financeiros mais visados nas reclamações regista-se um franco predomínio dos fundos de investimento, com destaque para os harmonizados, em que foram questionados, designadamente, a existência efectiva de subscrição, a informação prestada sobre as condições de resgate, o risco do investimento e as rentabilidades esperadas. Em muitas destas reclamações está em causa o cumprimento dos deveres de prestação de informação no momento prévio à contratação do instrumento financeiro e de execução da ordem de acordo com a vontade do cliente. Muitas destas situações foram apresentadas por portugueses emigrantes que alegam terem solicitado a subscrição de contas de depósito tradicionais.

⁷¹ As reclamações atendíveis excluem desistências, ausência de competência da CMVM, mera prestação de esclarecimentos, trânsito para mediação e ainda, pela sua especificidade, os processos relativos ao BPP.



CMVM

As reclamações que incidem sobre a comercialização de obrigações e de produtos estruturados, designadamente a subscrição de *swaps* de taxa de juro, de *unit linked* e obrigações estruturadas com rentabilidade contingente à evolução de determinados índices de acções, têm vindo a ganhar maior relevo.

Em 2009, e sobretudo em 2010, surgiu um número crescente de reclamações apresentadas por clientes do segmento de *private banking* de várias instituições financeiras envolvendo a subscrição de produtos estruturados, independentemente da existência ou inexistência prévia de contratos de gestão de carteira, bem como operações realizadas em contas *off-shore* localizadas nas Ilhas Caimão, nas Ilhas Virgens Britânicas e nas *Bahamas*. Neste caso, não resulta claro qual a entidade prestadora do serviço uma vez que grande parte das relações de clientes e contactos são promovidos em Portugal.

Os assuntos mais versados nas reclamações podem agrupar-se em 4 temáticas principais: i) recepção, transmissão e execução de ordens; ii) aquisição de direitos de subscrição em mercado secundário; iii) registo e depósito de valores mobiliários; e iv) deveres de informação prévios à contratação e extractos relativos a produtos financeiros complexos.

A maioria das reclamações sobre recepção, transmissão e execução de ordens foi motivada pela falta ou deficiente execução de ordens por parte do intermediário financeiro. Relacionaram-se, mais especificamente, com a existência de atrasos na execução, falta de correspondência entre as instruções dos clientes e a operação realizada, execução de operações sem a autorização ou o conhecimento dos clientes e ainda incidentes em contas de valores abertas em regime de contitularidade. Em muitos casos estas reclamações respeitaram a ordens dadas ou executadas pela *internet* ou utilizando plataformas electrónicas de negociação. Quando oferecem um serviço de compra e venda de instrumentos financeiros à distância, as entidades devem garantir aos clientes que prestam o serviço de forma efectiva e devem assegurar que os dados e a informação que disponibilizam sobre os produtos e serviços que oferecem para comercialização preenchem os devidos requisitos de veracidade.

No seguimento da análise das situações apontadas nas reclamações detectou-se a existência de desfasamento de horários entre a data da emissão da ordem e a da sua transmissão ao mercado, a falta de informação sobre a interrupção do serviço, a deficiente informação sobre os produtos e serviços prestados e sobre o estado da transmissão da ordem. Recordar-se que quando o intermediário financeiro recebe uma ordem de compra ou de venda de um instrumento financeiro deve executá-la de forma pronta, em conformidade com as regras de mercado e procurando obter o melhor resultado possível de acordo com a sua política da melhor execução. O intermediário financeiro deve informar o cliente caso encontre dificuldades que o impeçam de executar a ordem nessas condições.



CMVM

A falta de prestação de informação pelo intermediário financeiro previamente à aquisição de direitos de subscrição em mercado secundário foi outro dos assuntos mais versados nas reclamações. Os reclamantes alegaram não terem sido informados que o exercício dos direitos estava sujeito a um prazo e que deveriam ter dado instruções expressas para que os direitos fossem exercidos, o que implicou que os mesmos caducassem com a perda total do capital investido. Os direitos de subscrição são produtos financeiros complexos nos casos em que sejam adquiridos em mercado secundário sem que o comprador seja já accionista da sociedade a que respeitam esses direitos (já não o são quando a compra se destine a completar um determinado número de direitos do qual depende a subscrição de um certo número de acções).

No caso das reclamações relacionadas com o registo e depósito de valores mobiliários estão geralmente em causa os deveres que impendem sobre os custodiantes em situações relativas ao processamento de eventos sobre valores mobiliários estrangeiros. As reclamações versam nomeadamente sobre a informação que os custodiantes devem prestar aos clientes sobre eventuais atrasos no processamento do pagamento de dividendos ou do processamento das alterações nos valores mobiliários que estão sob a sua guarda, nomeadamente no que respeita ao número de acções (*reverse stock split*).

A partir de 2008 assistiu-se a um aumento exponencial das reclamações incidentes sobre a comercialização de produtos financeiros complexos. Muitas destas reclamações são apresentadas por investidores que demonstraram não possuir o perfil adequado para lhes ser aconselhada a subscrição deste tipo de produtos e que alegam desconhecer que o produto tivesse risco de capital e não garantisse rentabilidades mínimas.

Entre as principais irregularidades detectadas destacam-se a falta de realização do teste de adequação e a comercialização de um produto com risco que não corresponde ao perfil de risco atribuído pelo intermediário financeiro ao cliente. Nestes casos não foi encontrada evidência de que o reclamante tivesse sido advertido por escrito pelo intermediário financeiro da impossibilidade de realização do teste de adequação (artigo 314.º do CódVM), nem de que o cliente tenha sido advertido para o facto do produto em questão não se adequar ao seu perfil. Em muitas destas situações o intermediário financeiro não dispunha de informação sobre a experiência de investimento do cliente e sobre a sua situação financeira, nem sobre os seus objectivos de investimento de forma a demonstrar que as características do produto oferecido se ajustavam ao perfil do investidor. Em muitos casos também não foi encontrada evidência de entrega dos documentos obrigatórios previamente à subscrição (por exemplo, o prospecto ou a ficha informativa do produto e o regulamento de gestão).

Na medida em que o reclamante não reconheça ter recebido a documentação e não se aponte evidência que demonstre o contrário, dificilmente se poderá considerar provado que as entidades tenham prestado a informação escrita sobre o instrumento objecto da reclamação, excepto aquela que seja incorporada nos próprios



CMVM

documentos de compra (como sejam a informação sobre características e riscos dos produtos). Recorde-se que os intermediários financeiros devem obter informação adequada do cliente antes de com ele contratualizarem produtos de risco, de forma a avaliar a adequação do produto à sua experiência e perfil. Tal informação permitirá ao intermediário financeiro efectuar advertências sobre a possibilidade de estar a ser contratado um produto cujo nível de risco pode não ser adequado ao investidor. Deve ainda ter-se em conta que, no que toca à informação prestada sobre os produtos, em geral não se pode valorizar a informação verbal que é prestada pelos agentes do intermediário financeiro aos clientes uma vez que carece de elementos objectivos.

Dada a importância crescente do mercado de produtos financeiros complexos, a CMVM tem procurado tornar cada vez mais clara e transparente a informação que deve ser prestada pelos intermediários financeiros, sobretudo no que respeita aos riscos desse investimento. A CMVM passou a exigir desde 2009 que constasse dos anúncios publicitários e da ficha informativa desse tipo de produtos a designação de produto financeiro complexo e a indicação, de forma destacada e prioritária, do risco de eventual perda de capital e/ou de rentabilidade. Um estudo elaborado pela CMVM⁷² veio aliás colocar em evidência várias questões relacionados com este mercado, susceptíveis de serem relevantes na decisão de investir em produtos com estas características, a saber: i) estes produtos são bastante exóticos; ii) a estrutura que determina a remuneração anunciada pelas instituições comercializadoras nas respectivas peças publicitárias é difícil de apreender pelos investidores, mesmo os que apresentam um grau de conhecimento acima da média, e iii) em virtude de se constatar que «os cenários de elevadas rendibilidades tinham uma probabilidade de ocorrência bastante reduzida», a rentabilidade esperada de uma amostra representativa do mercado português de produtos financeiros complexos revelou-se, em geral, mais baixa do que a dos depósitos bancários tradicionais.

CAIXA 13 – DEFESA DO INVESTIDOR EM INSTRUMENTOS FINANCEIROS: PROCEDIMENTOS E DOCUMENTOS RELACIONADOS COM A SUBSCRIÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Menções relevantes inscritas em documentos de subscrição de instrumentos financeiros

Os documentos de subscrição de instrumentos financeiros contêm, normalmente, menções essenciais para a tomada de decisões de investimento esclarecidas e fundamentadas. Uma análise interna aprofundada sobre alguns desses documentos concluiu que tais menções nem sempre são claras para o destinatário médio e não se encontram devidamente evidenciadas e autonomizadas.

⁷² Estudo N.º 1/210 «Produtos Financeiros Complexos: Metodologias para a sua avaliação», CMVM, Fevereiro de 2010, disponível no sítio na *internet* da CMVM.



CMVM

Esta situação assume um carácter preocupante nos casos em que no boletim de subscrição existe somente um campo destinado à assinatura do investidor, o qual assina “em bloco” o formulário que lhe é apresentado pelo intermediário financeiro. As declarações respeitam fundamentalmente (i) ao recebimento e conhecimento por parte do investidor de documentos cuja entrega pelo intermediário financeiro é legalmente imposta (por exemplo, e consoante os casos, prospecto, ficha técnica ou nota informativa), (ii) à não avaliação do carácter adequado da operação e (iii) ao atestar de conhecimentos por parte do investidor, quer em aspectos jurídicos, quer em questões materiais subjacentes ao investimento.

Para uma protecção efectiva do investidor, as declarações incluídas em boletins de subscrição devem ser aceites de forma expressa e consciente, devendo o intermediário financeiro certificar-se disso, nomeadamente nos casos que visem demonstrar: i) o recebimento de informação obrigatória sobre as características do produto, nomeadamente, do prospecto simplificado ou do regulamento de gestão; ii) a recepção de advertência escrita sobre a não realização do questionário de adequação; iii) a recepção de advertência de não adequação do produto ao perfil do investidor em presença, declarando este querer subscrevê-lo mesmo nas condições apresentadas; iv) a prestação pelo intermediário financeiro de toda a informação que o investidor considerou necessária à compreensão do produto em questão; e v) que o intermediário financeiro solicitou informação ao cliente sobre a sua situação financeira e sobre os seus objectivos em matéria de investimento.

No âmbito da apreciação das reclamações, foram enviados à CMVM boletins de subscrição assinados pelos investidores com impressão digital e/ou assinatura a rogo. Constatou-se que os intermediários financeiros aceitam a assinatura a rogo do investidor analfabeto, acompanhada apenas da menção manuscrita “*A rogo de* [nome do rogante e número do seu documento de identificação]”, e da assinatura ou rubrica de quem atendeu ao rogo (um ou dois funcionários), acrescentando-se ainda a aposição da impressão digital do rogante.

A obrigação de o intermediário financeiro prestar todas as informações necessárias para uma tomada de decisão de investimento esclarecida e fundamentada é indissociável da questão das garantias de fidedignidade na recolha/aceitação por parte do intermediário financeiro da decisão de investimento tomada por investidor analfabeto. Neste tipo de situações estão em causa deveres de informação reforçados porque a compreensão, pelo investidor analfabeto, da informação que lhe deve ser prestada pelo intermediário financeiro pressupõe um mínimo de conhecimentos que presumivelmente não possui de facto. O intermediário financeiro tem, de facto, a obrigação de prestar ao cliente todas as informações necessárias para uma tomada de decisão de investimento esclarecida e fundamentada, sendo que a extensão e a profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimento e experiência do cliente (n.ºs 1 e 2 do artigo 312.º do CódVM).



CMVM

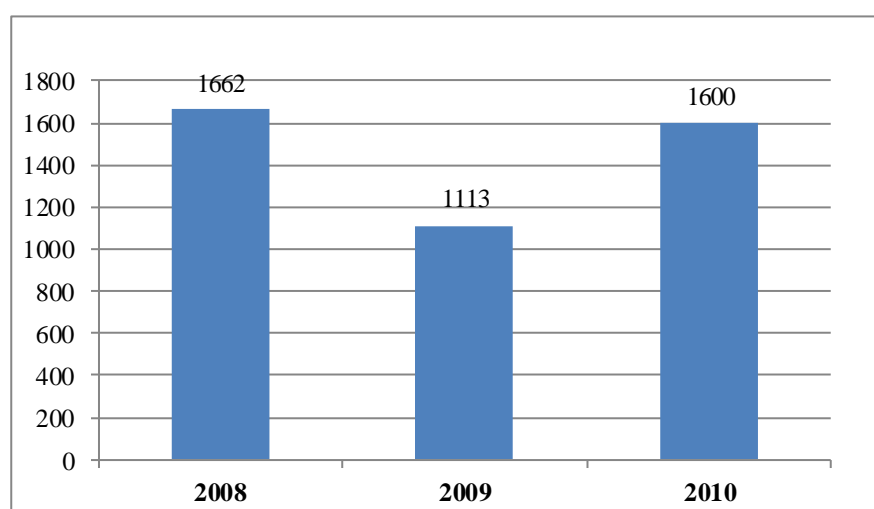
A questão ganha especial acuidade na recolha/aceitação da decisão de investimento em unidades de participação de fundos especiais de investimento, porquanto a lei exige que a subscrição das unidades de participação se faça com base em boletim de subscrição assinado pelo investidor, no qual este declara conhecer e aceitar o risco do investimento e, ainda, que conhece e aceita as condições expressas nos prospectos simplificado e completo do fundo em causa.

A CMVM está a realizar um levantamento dos usos adoptados por cada um dos intermediários financeiros nesta matéria e será particularmente exigente na aferição do cumprimento dos deveres de informação e de adequação que impendem sobre os intermediários financeiros.

3.2.2 Informação

Foram recebidos pela CMVM 1.600 pedidos de informação oriundos de investidores (não profissionais) e do público em geral, o que representa um aumento de 44% face ao registado em 2009 e superou largamente a média anual observada entre 2007 e 2009 (1.412). São assim em número cada vez maior os investidores que procuram esclarecer através do serviço de apoio ao investidor as dúvidas que o funcionamento dos mercados de valores mobiliários lhes suscita, em particular informação sobre as entidades registadas na CMVM para o exercício de actividades de intermediação financeira, legislação e regulamentação em vigor, sobre fundos de investimento e sobre direitos dos investidores não profissionais.

Gráfico 55 - Evolução do Número Anual de Pedidos de Informação à CMVM (2008-2010)



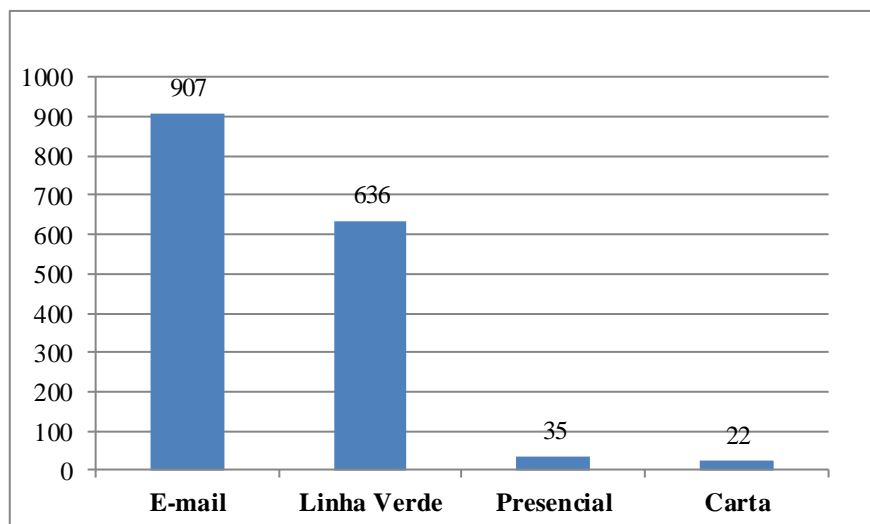
Fonte: CMVM.



CMVM

O tempo médio de resposta às questões expostas pelos investidores foi inferior a três dias no segundo semestre do ano, o que representa uma importante redução face ao verificado no passado.

Gráfico 56 - Meios de Acesso Utilizados nos Pedidos de Informação



Fonte: CMVM.

Os assuntos mais versados nos pedidos de informação foram: i) o pagamento de dividendos e de juros e o exercício de direitos; ii) a realização de assembleias gerais; iii) a forma de acesso aos relatórios anuais e outra informação relevante sobre a vida das empresas cotadas; iv) os intermediários financeiros e respectivos preçários; v) a forma de dar ordens e a utilização de plataformas electrónicas de negociação; vi) a valorização de fundos de investimento; e vii) a transferência de planos de poupança reforma. É de realçar o interesse crescente manifestado pelos investidores sobre a responsabilidade e a credibilidade dos analistas financeiros, bem como sobre as agências de notação de risco, e ainda pela evolução das cotações dos títulos de dívida pública e os meios através dos quais os particulares podem proceder à sua aquisição.

Entre as operações mais questionadas destacaram-se a oferta pública de troca de acções da Teixeira Duarte e a oferta pública de aquisição sobre a Cimpor. As consultas respeitantes aos deveres de informação das sociedades anónimas desportivas e os pedidos de esclarecimento sobre o registo na CMVM de peritos avaliadores de imóveis dos fundos de investimento imobiliário, respectivas habilitações reconhecidas pela CMVM e entidades certificadoras autorizadas, foram também em número relevante. Assistiu-se ainda ao crescimento dos pedidos de informação sobre plataformas/entidades autorizadas a prestar serviços de investimento no mercado cambial dirigidos a investidores portugueses. A CMVM tem alertado os investidores para o risco que as operações



CMVM

realizadas nos mercados cambiais envolvem e para o facto de as operações só poderem ser efectuadas por entidades registadas e autorizadas para prestar aquele tipo de serviços.

A CMVM continuou a privilegiar o seu sítio na *internet* como o meio preferencial de disponibilizar informação aos investidores e demais agentes do mercado, por considerar ser este o meio mais rápido e equitativo de acesso à informação. Desta forma prosseguiu a ampliação do volume de informação disponibilizada no sítio na *internet*, nomeadamente sobre a actividade dos mercados regulamentados, as entidades sujeitas à sua supervisão e sobre a actividade da própria CMVM. Foram inseridos 20.791 novos documentos (mais 71% do que em 2009). Além das divulgações periódicas recorrentes (em que se incluem estatísticas de mercado e sobre reclamações e pedidos de investidores, relatórios sobre o capital de risco, sobre o governo das sociedades, sobre a actividade de análise financeira e o Relatório Anual, entre outros documentos) foi iniciada em 2010 a publicação de séries longas de dados sobre intermediação financeira, gestão de activos, processos de contra-ordenação e reclamações. Foi publicado o plano de prevenção de riscos de gestão da CMVM, incluindo riscos de corrupção e infracções conexas. No domínio da divulgação de informação regular não-periódica salienta-se a informação sobre os valores mobiliários e instrumentos financeiros disponíveis nos mercados regulamentados e as comunicações relevantes para a formação do respectivo preço, a informação relativa ao funcionamento dos operadores de organismos de investimento colectivo e os documentos emitidos pelas organizações nacionais e internacionais de que a CMVM é membro.

Foram criadas duas novas áreas no sítio na *internet*, uma destinada à divulgação de informação sobre o registo e a actividade de analistas independentes e outra sobre o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) e sobre o CNSA. A área do sítio na *internet* que concentra as estatísticas elaboradas pela CMVM foi reformulada, tendo passado a ser divulgadas as séries longas em formato *excel* de forma a facilitar a utilização dos dados pelos utilizadores. Foram também introduzidos novos conteúdos nas áreas que contêm informação sobre *unit linked* e sobre fundos de pensões abertos de adesão individual. Na área do sítio na *internet* dedicada ao SII foi criada uma nova ligação com vista à divulgação dos comunicados da Comissão Directiva desse Sistema e dos anúncios relativos ao accionamento do Sistema no caso relativo ao Banco Privado Português. Foram divulgados 17 comunicados e anúncios sobre esta matéria.

O número de páginas visitadas na versão portuguesa do sítio da CMVM totalizou 44 milhões e na versão inglesa 8,4 milhões. No que diz respeito à origem geográfica dos acessos ao sítio na *internet* da CMVM, Portugal foi o país que registou o maior número de utilizadores (39%), seguido dos Estados Unidos da América (37%) e do Reino Unido (4%).



CMVM

No sentido de tornar acessível aos não-residentes a informação disponibilizada aos residentes foram divulgadas traduções para inglês dos conteúdos do sítio na *internet* da CMVM. A actividade de tradução envolveu o tratamento e a revisão de 241 documentos e cerca de 2.495 páginas de texto, bem como a actualização de 9.272 páginas do sítio na *internet*. As traduções incidiram prioritariamente sobre os comunicados da CMVM, o *interface* em inglês da informação relativa a emitentes, as estatísticas e os novos regulamentos e diplomas legais.

A área do sítio da CMVM na *internet* com maior número de visitantes foi a do Sistema de Difusão de Informação (45% dos visitantes) que contém as comunicações efectuadas ao mercado pelas entidades emitentes de valores mobiliários, pelos fundos de investimento e pelos intermediários financeiros. Os comunicados (11%), as novidades (8%), as estatísticas (8%), a legislação (7%) e as publicações (6%) foram as outras áreas mais procuradas. A área do sítio da CMVM criada para conferir maior transparência aos custos dos serviços de intermediação financeira e da gestão de fundos de investimento, através de um conjunto de tabelas comparativas e simuladores de custos, registou 102 mil páginas visitadas.

3.2.3 Supervisão da publicidade de produtos dos sectores bancário e segurador

Com o crescimento do mercado de produtos dos sectores bancário e segurador cresceu também o esforço de supervisão correspondente, no sentido de assegurar que os intermediários financeiros e outras entidades, nomeadamente seguradoras e gestoras de fundos de pensões, que disponibilizam estes produtos ao público o fazem no respeito das regras aplicáveis. Em 2010 intensificaram-se os procedimentos de supervisão da comercialização das operações e contratos de seguro ligados a fundos de investimento (*unit linked*), de fundos de pensões abertos de adesão individual e de produtos financeiros complexos do sector bancário. No final de 2010 estavam sujeitos à supervisão da CMVM 677 produtos do sector segurador e bancário. Desses, 429 provieram do sector segurador (364 *unit linked* e 65 fundos de pensões), sendo os restantes 248 oriundos do sector bancário.

Foram várias as iniciativas desenvolvidas ao longo do ano no âmbito da supervisão destes produtos, de que se destacam as seguintes:

- A criação de uma aplicação informática que permite supervisionar de forma mais eficaz as operações e contratos de seguro ligados a fundos de investimento e fundos de pensões abertos de adesão individual;
- A criação de uma nova área no sítio na *internet* da CMVM para aqueles produtos, que permite disponibilizar informação mais completa e actual, diminuindo de forma significativa o tempo de divulgação dos prospectos simplificados; e



CMVM

- A criação de um grupo de trabalho com a Associação Portuguesa de Seguradores (APS), nomeadamente com o objectivo de incrementar a qualidade e a clareza da informação dos documentos comerciais daqueles produtos, como são o caso das expressões e terminologias mais acessíveis aos investidores não qualificados, por forma a permitir uma decisão de investimento mais esclarecida e fundamentada.

No âmbito das competências de supervisão da comercialização dos produtos dos sectores bancário e segurador, incluindo os chamados produtos financeiros complexos, foi solicitada a aprovação das peças publicitárias relativas àqueles produtos em 2010. Foram analisadas peças publicitárias relativas a 108 produtos dos sectores segurador e bancário. Destas, 11 são referentes a *unit linked*, 33 referem-se a fundos de pensões e 64 são relativas a outros produtos financeiros complexos.

A aprovação da publicidade foi precedida da introdução nas peças publicitárias de sugestões e alterações solicitadas pela CMVM. Essas alterações respeitaram à necessidade de completar ou introduzir advertências ao investidor, de colocar essas advertências em lugar de destaque ou aumentar a sua mancha, e de eliminar afirmações não fundamentadas ou que possam induzir os investidores em erro.

No âmbito da supervisão da publicidade a produtos financeiros complexos, a CMVM efectuou a monitorização dos anúncios divulgados através de jornais, sítios *na internet* de informação financeira ou generalistas e sítios *na internet* de entidades emitentes deste tipo de produtos para determinar se foram previamente aprovados e para verificar se o seu conteúdo corresponde ao aprovado. Foram detectados 45 anúncios divulgados sem prévia aprovação pela CMVM, de um total de 397 anúncios divulgados em 77 meios de comunicação distintos.

3.3.COMPETITIVIDADE E DINAMISMO DO MERCADO FINANCEIRO PORTUGUÊS

3.3.1 Reformas Legislativas e Regulamentares Concluídas e Principais Implicações

A CMVM contribuiu para a elaboração e adopção de legislação e regulamentação de alcance nacional, e participou nos processos comunitário e internacional com vista à adopção de direito comunitário dos serviços financeiros e de padrões internacionais relativos a valores mobiliários e respectivos mercados. Em 2010, esta autoridade de supervisão apoiou a negociação de várias directivas e regulamentos comunitários, deu o seu contributo para a transposição de duas directivas comunitárias para o ordenamento jurídico nacional e emitiu 5 Regulamentos. A acção da CMVM orientou-se também para a identificação, prevenção e mitigação de riscos nos mercados de valores mobiliários, de acordo com os novos princípios da IOSCO na matéria, participando também no Comité Europeu do Risco Sistémico.



CMVM

Das medidas legislativas e regulamentares concluídas em 2010 destacam-se os processos legislativos de transposição da directiva das fusões e aquisições no sector financeiro e da directiva dos direitos dos accionistas de sociedades cotadas. De iniciativa puramente nacional é de registar a criação das Sociedades de Investimento Mobiliário (SIM) e das Sociedades de Investimento Imobiliário (SIIMO), novos veículos jurídicos de investimento colectivo que se espera venham a contribuir para um mercado de fundos de investimento mais ágil e competitivo. Foram ainda promovidas alterações a vários regulamentos da CMVM, incluindo sobre a actividade de análise financeira, o Sistema de Indemnização ao Investidor (SII) e o governo das sociedades.

Organismos de investimento colectivos em valores mobiliários e imobiliários

Os regimes jurídicos dos organismos de investimento colectivos em valores mobiliários e valores imobiliários foram alterados e republicados pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho. Este diploma veio a instituir as SIM e das SIIMO, estendendo a tipologia de fundos de investimento contratual existente a fundos de natureza societária.

Estas alterações visaram dotar os agentes económicos nacionais de instrumentos semelhantes aos das sociedades de investimento mobiliário de capital variável estrangeiras com as quais competem na captação de poupança junto dos investidores. Trata-se de um desenvolvimento regulatório que vem concretizar a habilitação que constava nos respectivos regimes jurídicos desde a sua criação e que é prática comum nos demais Estados-Membros da União Europeia. Os novos regimes permitem a aplicação dos princípios e da lógica accionista pelo facto de serem sociedades anónimas, permitindo, ao contrário dos fundos de natureza contratual, uma maior proximidade entre a propriedade e a gestão económica.

O diploma prevê a criação de sociedades de investimento de capital variável e de sociedades de investimento de capital fixo, adequadas respectivamente ao enquadramento jurídico organizativo dos fundos de investimento abertos e fechados. Além disso, permite que os fundos de investimento imobiliário para o arrendamento habitacional possam adoptar natureza societária. As novas sociedades são intermediários financeiros, estando sujeitas à supervisão prudencial da CMVM, não sendo no entanto aplicável o regime do CódVM para sociedades abertas.



CMVM

Fusões e aquisições no sector financeiro

O Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de Maio, transpõe para o ordenamento jurídico nacional a Directiva 2007/44/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Setembro (que altera a Directiva 92/49/CEE do Conselho e as Directivas 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE e 2006/48/CE) no que se refere a normas processuais e critérios para a avaliação prudencial das aquisições e dos aumentos de participações qualificadas em entidades do sector financeiro.

As normas resultantes desta transposição pressupuseram a actualização dos critérios de avaliação e de controlo para efeitos de autorização, pelas autoridades de supervisão, de participações qualificadas em instituições financeiras, reforçando-se igualmente a objectividade e a exigência dos critérios para a avaliação pelo Banco de Portugal das condições que garantam uma gestão sã e prudente da instituição de crédito.

Ao nível da supervisão exercida pela CMVM, as aquisições e participações qualificadas em sociedades gestoras de mercados e sociedades de consultoria para o investimento passaram a estar dependentes de autorização.

Foram ainda reforçados os mecanismos de cooperação entre as autoridades de supervisão dos vários Estados-Membros, quando estejam em causa entidades reguladas noutro Estado-Membro.

Direitos dos accionistas de sociedade cotadas

O Decreto-Lei 49/2010, de 19 de Maio, veio introduzir novas regras no sentido de eliminar obstáculos ao pleno exercício do direito de voto dos accionistas de sociedades cotadas, e permitir a admissibilidade de acções de sociedades anónimas sem valor nominal, transpondo para o ordenamento jurídico interno a Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas.

Procedeu-se, assim, à harmonização das regras sobre informação prévia à assembleia geral, simplificação do voto por procuração e da participação nas assembleias gerais através de meios electrónicos, à introdução da regra da data de registo, de forma a permitir aos investidores o exercício dos direitos de voto em situações transfronteiriças.

O diploma veio ainda permitir a emissão de acções sem valor nominal, expressas apenas pelo número de acções do capital social da sociedade anónima, visando facilitar a realização de aumentos de capital em situações que, de outro modo, estariam vedadas ou obrigariam a prévia redução do capital social.



CMVM

Governo das sociedades cotadas

Com aplicação nas sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, foi adoptado o Regulamento da CMVM n.º 1/2010, de 1 de Fevereiro, (que revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2007). Este regulamento (i) introduziu a possibilidade de o emitente de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado escolher o Código de Governo de Sociedade que entenda mais adequado às suas características, desde que a sociedade, prévia e fundamentadamente, informe a CMVM da sua decisão, de acordo com os princípios consagrados no artigo 1.º, n.º 2, e (ii) estabeleceu a informação a divulgar sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização daquelas sociedades, na sequência da publicação da Lei 28/2009, de 19 de Junho. O Regulamento passou também a incluir um anexo estatístico que, em função do tipo de modelo societário do emitente, deve ser objecto de reporte à CMVM com informação relativa à actividade da sociedade e que constitui a base para a elaboração do Relatório Anual da CMVM sobre governo societário.

Sistema de indemnização aos investidores

Continuando os trabalhos de reforma do sistema de indemnização aos investidores, adoptou-se um novo regulamento com o propósito de operacionalizar o conteúdo do Decreto-Lei n.º 162/2009, de 20 de Julho, e dar sequência às alterações introduzidas pela Portaria n.º 1426-A/2009, de 18 de Dezembro. Assim, o Regulamento da CMVM n.º 2/2010, de 23 de Março, veio alterar o Regulamento da CMVM n.º 2/2000 no que respeita à fixação de um limite máximo ao montante da contribuição que cada entidade participante está obrigada a efectuar em caso de accionamento do Sistema, estipulando esse limite em 2,5% dos respectivos fundos próprios de base. Quanto ao âmbito da cobertura do Sistema, passou a incluir-se expressamente na listagem exemplificativa que concretiza o conceito de fundos afectos a operações de investimento os correspondentes às garantias de reembolso de montantes determinados ou determináveis a que, nos termos das condições contratuais das operações de investimento, a entidade participante se tenha vinculado perante os investidores, e passou a determinar-se expressamente o modo de apuramento desses montantes.

Outras intervenções regulamentares

Além dos já referidos Regulamento da CMVM n.º 1/2010 sobre o Governo das Sociedades Cotadas e Regulamento da CMVM n.º 2/2010 sobre o Sistema de Indemnização aos Investidores, várias outras intervenções tiveram lugar, visando a supressão de lacunas ou o aperfeiçoamento de quadros regulamentares já existentes. Neste contexto, merecem destaque:



CMVM

- Deveres de conduta e qualificação profissional dos analistas financeiros e consultores para investimento (Regulamento da CMVM n.º 3/2010, de 15 de Abril, que altera o Regulamento da CMVM n.º 2/2007) – impôs aos analistas financeiros independentes deveres de conduta e de qualificação profissional e princípios de actuação visando a protecção dos investidores e a promoção da eficiência do mercado. Estes analistas deverão definir políticas e procedimentos que regulem, designadamente, em que circunstâncias podem realizar operações pessoais, como gerem os conflitos de interesses a que estão sujeitos (inclusive em matérias remuneratórias) e que metodologias de análise utilizam;
- Deveres de informação de interesses a descoberto relevantes sobre acções (Regulamento da CMVM n.º 4/2010, de 8 de Julho, que revoga o Regulamento da CMVM n.º 4/2008) - visou adoptar o regime europeu de transparência sobre as posições curtas relacionadas com acções. O regime inclui: i) a extensão do regime de transparência a todas as acções que se encontrem admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sejam negociadas em sistema de negociação multilateral, localizados ou a funcionar em e não apenas às que integrem o PSI 20 e às de instituições financeiras, como sucedia até então; ii) a exigência adicional de comunicação de todos os aumentos e diminuições de interesses a descoberto relevantes cada vez que ultrapassem limiares de 0,1%, devendo ser igualmente divulgados todos aqueles que se verifiquem além dos 0,50%; e iii) alterações na forma de cálculo dos interesses a descoberto relevantes e da sua agregação;
- Dever de divulgação de posições económicas longas relativas a acções (Regulamento da CMVM n.º 5/2010, de 11 de Outubro, que altera o Regulamento da CMVM n.º 5/2008) - estendeu os deveres de transparência sobre participações qualificadas às posições económicas longas sobre acções. Este Regulamento destinou-se a equiparar a detenção das acções às participações construídas com base em instrumentos financeiros derivados com liquidação financeira que criam um efeito económico similar à detenção das acções, para efeitos de transparência sobre a aquisição e alienação de participações qualificadas. As alterações permitem ultrapassar assim a possível ilusão causada pelo regime de transparência, da qual poderiam resultar potenciais falhas de mercado.

Estas alterações regulamentares nortearam-se pelos princípios de simplificação do normativo existente e do aumento da transparência ou da eficácia das regras aplicáveis, com o objectivo último de maior protecção dos investidores.



CMVM

3.3.2 Consultas Públicas

Ao longo de 2010 a CMVM promoveu 5 consultas públicas sobre propostas normativas, 4 de sua iniciativa e uma emanada do CNSF. Esta última era relativa ao Projecto de Recomendações da Gestão da Continuidade de Negócio no Sector Financeiro.

No que se refere à participação dos agentes de mercado nas consultas públicas realizadas pela CMVM, destacam-se as consultas públicas n.º 1/2010, sobre Produtos Financeiros Complexos, e n.º 3/2010, sobre o regime de Peritos Avaliadores de Imóveis de Fundos de Investimento Imobiliário, com o maior número de contributos recebidos, respectivamente 14 e 36 respostas.

3.3.3 Articulação da Supervisão e da Estabilidade Financeira no Âmbito Nacional

A CMVM participou em diversos *fora* nacionais de cooperação interinstitucional no domínio dos mercados financeiros. Destacam-se em particular as participações no Conselho Nacional para a Estabilidade Financeira (CNEF), no CNSF e no CNSA.

Conselho Nacional para a Estabilidade Financeira

O CNEF foi criado em Julho de 2007, através de um Memorando de Entendimento celebrado entre o Ministério das Finanças e da Administração Pública, o Banco de Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e o Instituto de Seguros de Portugal. O objectivo primordial do CNEF é o de promover a estabilidade financeira, melhorando a coordenação entre supervisores financeiros, e a prevenção de riscos de ordem sistémica. O CNEF assume ainda especial importância na gestão de possíveis cenários com impacto sistémico, susceptíveis de afectar instituições ou grupos financeiros, recorrendo à troca de informações relevantes entre os participantes. Durante o ano, o CNEF prosseguiu o seu objectivo de promoção dos mecanismos de cooperação para o reforço da estabilidade financeira e de aprofundamento dos mecanismos de cooperação e gestão de crises financeiras. O CNEF monitorou de perto os acontecimentos de mercado e analisou os riscos que a turbulência que se verificou nos mercados de acções e de dívida comportou para a estabilidade do sistema financeiro nacional e para o bom funcionamento do mercado de capitais.



CMVM

Conselho Nacional dos Supervisores Financeiros

No CNSF, foram concluídos os trabalhos de coordenação da regulamentação do Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de Maio, que transpõe a Directiva 2007/44/CE sobre fusões e aquisições no sector financeiro. A directiva diz respeito às normas processuais e aos critérios para a avaliação prudencial das aquisições e dos aumentos de participações em entidades do sector financeiro, no que se refere à avaliação prudencial da aquisição de participações qualificadas no sector financeiro e à avaliação da idoneidade dos membros dos respectivos órgãos de administração e fiscalização.

No âmbito da gestão da continuidade de negócio, o CNSF aprovou um conjunto de recomendações, com o objectivo de promover junto das instituições financeiras a elaboração de planos de continuidade operacional em caso de desastre, excluindo a gestão de crises financeiras anteriormente tratada no CNSF.

O CNSF continuou a acompanhar os desenvolvimentos regulatórios a nível europeu, em especial o processo de criação das Autoridades Europeias de Supervisão e do Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS). A partir de 2011 o CNSF coordenou a representação portuguesa nas reuniões do CERS.

Em matéria de iniciativas comunitárias resultantes da crise financeira, o CNSF assegurou a coordenação dos trabalhos preparatórios e da resposta à consulta da Comissão Europeia sobre gestão de crises transfronteiras no sector bancário (*An EU Framework for cross-border crisis management in the banking sector*). Foi, por isso, apresentada à Comissão Europeia uma resposta conjunta das três autoridades nacionais à consulta pública.

A CMVM participou num grupo de trabalho do CNSF através do qual se apresentou ao Governo uma proposta de lei sobre o regime sancionatório para a violação de deveres constantes do regulamento comunitário relativos às agências de notação de risco.

O CNSF aprovou as linhas gerais de uma Proposta de Estratégia Nacional de Formação Financeira, incluindo o modelo de governação a adoptar tendo em vista a respectiva implementação com base no relatório do Grupo de Trabalho do CNSF sobre literacia financeira. A Proposta de Estratégia prevê a disponibilização de um Portal de Literacia Financeira transversal às actividades de investimento em instrumentos financeiros e dos sectores bancário e segurador. O Plano Nacional de Formação Financeira foi aprovado pelo CNSF já em 2011.

Foi preparado o documento “Branqueamento de Capitais e Financiamento do Terrorismo: Metodologia de Articulação Relativamente à Emissão de Alertas e Difusão de Informação”, aprovado pelo CNSF em 5 de Julho de 2010, e que rege a articulação entre as três autoridades do sector financeiro em matéria de emissão de alertas



CMVM

e difusão de informação. Cabe às autoridades de supervisão do sector financeiro e a outras entidades relevantes emitir alertas e difundir informação actualizada sobre tendências e práticas conhecidas, com o propósito de prevenir o branqueamento e o financiamento do terrorismo (artigo 42.º da Lei nº 25/2008, de 5 de Junho).

Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria

O CNSA assume a responsabilidade pela organização, em Portugal, de um sistema de supervisão pública e independente a todos os revisores oficiais de contas e sociedades de revisores oficiais de contas. A presidência do CNSA foi assumida pela CMVM no mandato de 2010.

Foi elaborado e publicado o Regulamento de Supervisão do Controlo de Qualidade desenvolvido pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (OROC) tendo a sua entrada em vigor permitido a implementação do modelo de supervisão do controlo de qualidade. Este segundo ano de actividade foi o ano da consolidação quer de procedimentos quer da operacionalização do modelo. Assim o CNSA teve um papel activo na definição dos critérios e do processo de selecção dos revisores oficiais de contas e das sociedades de revisores oficiais de contas sujeitos a controlo de qualidade, com especial ênfase nos *dossiers* relativos a Entidades de Interesse Público.

Foram igualmente prosseguidos os trabalhos de inspecção desenvolvidos sobre três sociedades de revisores oficiais de contas.

Como membro do CNSA, cuja presidência assegurou em 2010, além da já referida participação nas inspecções realizadas pelo CNSA, a CMVM participou em diversas actividades relacionadas com a supervisão de auditores, destacando-se as seguintes:

- Participação nos trabalhos de supervisão do controlo de qualidade desenvolvido pela OROC;
- Participação no grupo de trabalho sobre o estudo da interacção entre os sistemas disciplinares da OROC e o sistema contra-ordenacional do CNSA;
- Participação em diversas reuniões técnicas de carácter internacional entre as quais se destaca o EGAOB e, dentro deste, o subgrupo de inspecções.

3.3.4 Actividade Internacional

A presença da CMVM em organismos internacionais continuou em 2010. Em 2010 a CMVM esteve representada em 242 reuniões internacionais, envolvendo 34 dos seus colaboradores sendo a grande maioria respeitante aos grupos e comités do CESR. Neste mesmo ano foram acolhidas pela CMVM 13 reuniões internacionais. O



CMVM

Presidente da CMVM (Carlos Tavares) exerceu o cargo de Vice-Presidente do CESR, presidindo ainda ao *Review Panel do CESR* e ao *Committee for Economic and Markets Analysis (CEMA)* até à sua eleição como *Presidente do CESR*, em meados de 2010, cargo que exerceu até à sua extinção (que ocorreu formalmente em Abril de 2011). Carlos Tavares foi entretanto eleito Vice-Presidente da ESMA, tendo desempenhado interinamente as funções de Presidente da nova Autoridade, entre a data da criação (a 1 de Janeiro de 2011) desta nova autoridade e a tomada de posse do presidente entretanto eleito, a 1 de Abril de 2011.

Ainda no âmbito da ESMA, um membro do Conselho Directivo da CMVM (Carlos Alves) passou a assegurar a presidência do CEMA (*Committee of Economic and Markets Analysis*), a que já presidia no âmbito do CESR dada a eleição de Carlos Tavares para a presidência do CESR, focado na análise económica do mercado de valores mobiliários e na identificação dos respectivos riscos. Este comité tem assumido uma importância crescente no contexto da nova arquitectura de supervisão financeira europeia, sistema alicerçado na promoção da estabilidade financeira por via da identificação, prevenção e mitigação do risco sistémico. Finalmente, ainda no âmbito do CESR e da nova autoridade que lhe sucedeu, as *European Enforcement Sessions*, que têm por objectivo assegurar uma aplicação uniforme das IFRS, são coordenadas por um quadro dirigente da CMVM (Mário Freire). Outra área onde a CMVM assumiu posições internacionais de relevo foi a do governo societário, integrando o *Steering Committee* da OCDE através de outro quadro dirigente, Gabriela Figueiredo Dias.

No que respeita à IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores), o Presidente da CMVM foi eleito em 2010 Presidente do Comité Regional Europeu, grupo que reúne as várias comissões de valores da Europa. Este comité analisou e contribuiu durante o ano para as várias iniciativas regulatórias tanto da IOSCO como europeias, com o objectivo de melhorar o conteúdo e a coordenação das mesmas, assim como evitar arbitragem regulatória entre membros. O comité tem também actualmente um papel activo na reorganização da IOSCO, que decorre até 2015, tendo em vista a melhoria da eficiência e eficácia do seu trabalho. Carlos Tavares passou também a participar no Comité Técnico e no Comité Executivo da instituição.

Por outro lado, já no início de 2011, Carlos Tavares foi também eleito presidente do novo Comité Permanente de Risco e Análise (*Standing Committee on Risk and Research*), grupo que reúne os economistas-chefe de cerca de 25 comissões de valores de várias regiões mundiais. O objectivo deste grupo é identificar, prevenir e mitigar o risco sistémico nas propostas da IOSCO para a área de valores mobiliários, podendo também orientar algum do trabalho a ser conduzido pela área de Research da própria IOSCO. Em 2011, o trabalho deste comité incidirá em particular na identificação e/ou construção de indicadores úteis à monitorização do risco sistémico pelas entidades de regulação e supervisão dos mercados de valores.



CMVM

Além disso, a CMVM continuou a contribuir para o trabalho de vários comités permanentes (como os de gestão de activos (SC5) e de troca de informação e supervisão entre autoridades de supervisão (SC4)) e para as áreas prioritárias da IOSCO como a dos derivados OTC e a da implementação dos princípios da IOSCO.

No que respeita aos principais desenvolvimentos registados já em 2010, a IOSCO aprovou em Junho novos princípios que tentam responder aos recentes desenvolvimentos dos mercados financeiros, preparou uma nova metodologia de avaliação destes princípios (a ser aprovada em 2011) e iniciou uma profunda reforma estrutural ao nível do seu funcionamento e governo. Entre outras alterações, a reforma dá uma importância acrescida à identificação, monitorização e mitigação do risco sistémico. Os Princípios da IOSCO fazem parte do conjunto de 12 códigos e princípios cuja adopção mundial é incentivada pelo *Financial Stability Board*, nos trabalhos em que a IOSCO tem desempenhado um papel muito activo. Os Princípios da IOSCO têm, aliás, sido um instrumento fundamental da avaliação da solidez dos sectores financeiros nacionais efectuada pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial no âmbito do *Financial Sector Assessment Program*.

Refira-se por último que a IOSCO tem como objectivo desenvolver, implementar e promover padrões consistentes de regulação e supervisão de modo a aumentar a protecção e confiança dos investidores, a manter mercados transparentes, eficientes e justos, e a contribuir para mitigar o risco sistémico no sector.

Na União Europeia o ano de 2010 assinalou a materialização da reforma institucional preconizada no relatório *de Larosière*. Foram desenvolvidos os trabalhos que permitiram que, em 1 de Janeiro de 2011, fosse instituído o novo Sistema Europeu de Supervisão Financeira. A criação da ESMA assume uma importância fulcral para a supervisão europeia dos valores mobiliários e mercados e, como tal, vai implicar mudanças nos objectivos e na actividade das respectivas entidades reguladoras e/ou supervisoras da União Europeia, incluindo a CMVM. Este tema é por isso objecto de uma análise mais aprofundada, que se apresenta na Caixa 14.

A par desta profunda reforma institucional, foi lançada a revisão de peças fundamentais da regulação europeia. Foram revistas as Directivas de Prospectos e Transparência, a Directiva sobre Sistemas de Indemnização de Investidores e o Regulamento relativo às Agências de Notação de Risco. Foram discutidas propostas legislativas de um Regulamento sobre *Short Selling* e alguns aspectos dos *Credit Default Swaps* e de um Regulamento relativo a derivados OTC, contrapartes centrais e repositórios de transacções ou *European and Market Infrastructure Regulation* (EMIR).

Enquanto entidade supervisora dos mercados de valores mobiliários, a CMVM deu resposta às responsabilidades que lhe estão cometidas relativamente à política regulatória e supervisão internacionais. Em 2010 a actividade da CMVM neste âmbito desenvolveu-se em três frentes principais: i) comités permanentes de



CMVM

supervisores/reguladores europeus no âmbito do CESR/ESMA; ii) comités permanentes no âmbito da IOSCO, e iii) grupos de trabalho relacionados com a negociação e adopção de direito comunitário dos serviços financeiros. São estas actividades que se analisam nos pontos seguintes.

3.3.4.1 CESR/ESMA

O novo Sistema Europeu de Supervisão Financeira funciona como uma rede integrada, que combina: i) os supervisores nacionais; ii) as três novas autoridades europeias de supervisão da banca, dos valores mobiliários e mercados e dos seguros e pensões complementares; e iii) o Conselho Europeu de Risco Sistémico. Com a entrada em vigor em 1 de Janeiro de 2011 do novo sistema, a nova autoridade europeia de valores mobiliários e mercados (ESMA) sucedeu ao CESR, adquirindo competências e poderes acrescidos.

CAIXA 14 – A ESMA E NOVO SISTEMA EUROPEU DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados ou *European Securities and Markets Authority*, doravante ESMA, insere-se no Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF), que entrou em vigor 1 de Janeiro de 2011.⁷³

Arquitectura institucional do Sistema Europeu de Supervisão Financeira

A nova arquitectura de supervisão financeira europeia consiste num sistema em que várias entidades nacionais e europeias funcionam em rede. Esta nova arquitectura visa igualmente assegurar, nomeadamente através da vigência efectiva de um conjunto único de regras, condições equitativas de concorrência e uma protecção adequada dos investidores e dos consumidores em toda a União.

O SESF assenta em dois pilares essenciais e interligados: um de supervisão macroprudencial e outro de supervisão microprudencial.

O pilar macroprudencial consiste no estabelecimento de um Conselho Europeu do Risco Sistémico (CERS), que gravita em torno do BCE. O fim último deste pilar é a monitorização do risco sistémico no sentido de prevenir ou atenuar os riscos que ameaçam a estabilidade financeira da União Europeia. O «risco sistémico» é definido no Regulamento ESMA como «um risco de perturbação do sistema financeiro susceptível de ter consequências

⁷³ Por força do Regulamento (UE) N.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão, de ora em diante o “Regulamento ESMA”.



CMVM

negativas graves no mercado interno e na economia real. Todos os tipos de intermediários, de mercados e de infra-estruturas financeiros podem ser, em determinada medida, potencialmente importantes a nível sistémico».

O pilar microprudencial consiste essencialmente na criação de três Autoridades Europeias de Supervisão (AES), respectivamente para o sector dos valores mobiliários, para o sector bancário e para o sector dos seguros e fundos de pensões complementares. As AES substituem os antigos comités de nível 3, ou seja, o *Committee of European Securities Regulators* (CESR), o *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) e o *Committee of European Insurance and Occupational Pension Schemes* (CEIOPS)⁷⁴.

Cada uma das AES opera como núcleo ou pólo aglutinador da rede de supervisores nacionais dos Estados-Membros de cada um dos sectores. Embora as AES façam parte do pilar microprudencial do sistema, a sua acção influencia decisivamente o pilar macroprudencial uma vez que as AES têm responsabilidades específicas que concorrem para a supervisão macroprudencial como se verá adiante no caso concreto da ESMA. Ao invés, também o pilar macroprudencial influencia a supervisão microprudencial designadamente por via dos alertas de risco. Para assegurar a articulação entre a supervisão macroprudencial e a supervisão microprudencial foi criado o Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão que funciona fundamentalmente como elo de ligação entre as AES para promover a consistência intersectorial da supervisão e de forma a que as AES possam interagir de forma coordenada e com maior peso junto o CERS. Independentemente da existência do Comité Conjunto, a ESMA (e as outras AES) têm também o poder/função de cooperar estreitamente com o CERS.

Os objectivos da ESMA

A ESMA foi estabelecida como um organismo da União dotado de personalidade jurídica e gozando da mais ampla capacidade jurídica reconhecida às pessoas colectivas segundo a legislação do Estado-Membro em que se encontra. Embora contribuisse para a concepção da legislação comunitária e para a sua aplicação de forma comum, uniforme e coerente pelas autoridades de supervisão, o CESR não dispunha dos poderes regulamentares a nível comunitário de que a ESMA dispõe. Tal como o CESR, a ESMA tem a sua sede em França.⁷⁵

O fim último da ESMA é contribuir para a estabilidade e a eficácia do sistema financeiro no sentido de beneficiar a economia da União, dos seus cidadãos e das suas empresas, protegendo assim o interesse público. Mais concretamente, a ESMA tem por objectivo promover a convergência da supervisão e uma cultura comum de supervisão em toda a União e promover a resposta coordenada da supervisão financeira da União. Foram fixados vários objectivos intermédios que devem orientar a acção da ESMA: i) melhorar o funcionamento do mercado interno, nomeadamente através de um nível substancial, eficaz e coerente de regulação e supervisão; ii)

⁷⁴ Os comités de nível 3 são órgãos consultivos independentes estabelecidos por decisão da Comissão Europeia para prestar apoio à concepção e implementação do direito comunitário dos serviços financeiros na União, no quadro do processo de *Lamfalussy*.

⁷⁵ Quer o CESR quer a ESMA são entidades de direito francês.



CMVM

assegurar a integridade, a transparência, a eficiência e o bom funcionamento dos mercados financeiros; iii) reforçar a coordenação internacional no domínio da supervisão; iv) evitar a arbitragem regulamentar e promover a igualdade das condições de concorrência; v) assegurar que a tomada de riscos de investimento e outros seja adequadamente regulada e supervisionada; e vi) reforçar a protecção dos consumidores.

Embora o CESR já prosseguisse objectivos similares aos da ESMA, dado o contexto de crise financeira em que surge esta reforma da supervisão europeia, o papel da ESMA, e consequentemente dos supervisores nacionais dos valores mobiliários e dos mercados, surge reforçado em duas vertentes: risco sistémico e protecção do investidor. Assim, a ESMA deverá também acompanhar e avaliar a evolução dos mercados sob sua alçada, numa perspectiva de identificação, prevenção e mitigação de risco sistémico, especialmente os riscos que possam ser causados por instituições financeiras. Por outro lado, o reforço da protecção dos consumidores recebe também uma atenção especial nos objectivos da ESMA. Ao contrário do CESR a ESMA dispõe de vastos poderes que serão analisados mais à frente.

Governo e funcionamento

Para a prossecução dos seus objectivos a ESMA tem várias atribuições e dispõe de diversos poderes que exerce segundo a sua estrutura de governo organizacional própria. Do ponto de vista orgânico, a ESMA é composta por três órgãos de decisão principais: i) um conselho de supervisores (*Board of Supervisors*) órgão decisório máximo;⁷⁶ ii) um comité de gestão (*Management Board*);⁷⁷ e iii) um órgão de recurso (*Board of Appeal*),⁷⁸ comum às três AES. Além destes órgãos foram criadas figuras individuais que fazem parte da orgânica da Autoridade: o Presidente da Autoridade e o Director Executivo.

O conselho de supervisores é o mais importante órgão da ESMA pois é o que tem os mais amplos poderes (incluindo o de nomear o Presidente da Autoridade) é aquele em que se fazem representar os mais altos dirigentes das 27 autoridades de supervisão dos valores mobiliários e dos mercados da UE. Também participam neste órgão a Comissão Europeia, os Presidentes da EBA e da EIOPA e o Presidente do CERS, embora não disponham de direito a voto. As decisões são normalmente tomadas por maioria simples dos membros, excepto em matérias de alcance mais geral, designadamente a adopção de projectos de normas técnicas, que são tomadas por maioria qualificada.

O comité de gestão corrente é composto por 6 membros do conselho de supervisores. A composição desse comité deve ser equilibrada e proporcionada, devendo reflectir a União no seu conjunto. Aos mandatos aplica-se um sistema de rotatividade adequado. A sua função principal é propor para adopção ao conselho de supervisores

⁷⁶ Artigo 40.º e seguintes do Regulamento ESMA.

⁷⁷ Artigo 45.º e seguintes do Regulamento ESMA.

⁷⁸ Artigo 58.º e seguintes do Regulamento ESMA.



CMVM

os programas de trabalho anuais e plurianuais. Este órgão exerce também competências orçamentais, adopta um plano da política de recursos humanos da Autoridade, adopta disposições especiais no que respeita ao acesso a documentos e propõe o relatório anual de actividade.

O *Board of Appeal* é um órgão de recurso das decisões tomadas pela ESMA por parte das autoridades competentes nacionais e dos intervenientes de mercado. Este órgão não substitui o Tribunal de Justiça da União Europeia como entidade junto da qual podem ser interpostos recursos, pois embora tenha sido concebida como meio de agilização da aplicação das decisões da ESMA, não é o único meio ao dispor de quem contesta as decisões da ESMA. Por outro lado este órgão só pode actuar nalgumas áreas, designadamente quando estejam em causa decisões ESMA relativas à aplicação de normas técnicas ou decisões sobre diferendos entre autoridades competentes nacionais em situações transfronteiriças. É um órgão que serve para reforçar os mecanismos de protecção do investidor e a defesa do mercado.

Poderes e atribuições da ESMA

A ESMA dispõe de vários poderes que lhe permitem assegurar as funções desenvolvidas pelo CESR até ao final de 2010, assim como desenvolver novas funções. Dispõe de poderes do tipo regulamentar, de supervisão e de coordenação, embora se possam identificar outros, porventura de menor relevância, confundíveis com as próprias funções da Autoridade. Uma das mais substanciais diferenças entre os poderes do CESR e os poderes da ESMA é o facto de a ESMA poder vir a actuar, em certas circunstâncias, como uma espécie de “supervisor” dos supervisores nacionais. Caso uma autoridade competente não cumpra com as obrigações decorrentes da legislação comunitária dos valores mobiliários e mercados, a ESMA pode adoptar decisões vinculativas em que a entidade visada é uma autoridade competente nacional, ou um participante de mercado supervisionado pela mesma. Todavia, este importante poder só pode ser exercido em casos limitados, bem delineados, e mediante a verificação de um conjunto de circunstâncias muito delimitado.

Entre os poderes e atribuições da ESMA destacam-se: i) o poder de regulação que consiste na adopção de projectos de normas técnicas ou padrões que se tornarão vinculativos em toda a EU após «endosso» da Comissão Europeia; ii) os poderes de supervisão directa visando os intervenientes de mercado quando esteja em causa a violação da aplicação de normas comunitárias directamente aplicáveis e essa violação resulte da incorrecta aplicação pelas autoridades nacionais de supervisão das normas comunitárias relevantes (designadamente das normas técnicas); iii) os poderes de supervisão exclusiva, ou única, europeia, nalguns domínios como é o caso da supervisão das agências de notação de risco em que as autoridades competentes nacionais apenas participam na supervisão por delegação de tarefas por parte da ESMA – é expectável que venha a ocorrer o mesmo tipo de supervisão em outras áreas, como é o caso dos repositórios de transacções de derivados OTC; iv) poderes de emergência que permitem a tomada de decisões individuais vinculativas



CMVM

dirigidas a uma autoridade competente nacional quando seja necessário assegurar a coordenação da acção comunitária relativa à supervisão dos mercados; e v) o poder de mediação vinculativa entre autoridades nacionais para sanar diferendos relativos à supervisão transfronteiras. No âmbito dos poderes de emergência ou dos poderes que lhe sejam conferidos pelo direito sectorial, a ESMA pode proibir ou restringir temporariamente determinadas actividades financeiras que ameacem o funcionamento ordenado e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União em casos e condições especificadas.

A CMVM participou nos seguintes comités do CESR, que assumem um carácter permanente:

- *Review Panel*, relativo à convergência de práticas de supervisão em todos os domínios dos valores mobiliários e mercados, liderado por Carlos Tavares até à sua eleição como presidente do CESR;
- Análise económica e de mercados (CEMA), focado na análise dos riscos e tendências do mercado, presidido primeiro por Carlos Tavares e mais tarde por Carlos Alves;
- *Corporate Finance*, que se ocupa de questões ligadas aos prospectos de valores mobiliários, transparência das sociedades cotadas e governo das sociedades;
- *CESR-Fin*, sobre reporte financeiro/IFRS;
- Mercados secundários, que opera no âmbito dos temas da DMIF;
- Protecção do investidor e intermediários, sobre a prestação de serviços de investimento pelas empresas de investimento e instituições de crédito;
- Gestão de activos, que versa sobre fundos de investimento, em particular no que relaciona com a directiva dos OICVM e a nova Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos;
- *CESR-Pol*, dedicado ao abuso de mercado e à supervisão dos mercados;
- Sociedades de notação de risco, que implementa o recente Regulamento comunitário sobre sociedades de notação de risco;
- Pós-negociação, sobre as actividades subsequentes à negociação em instrumentos financeiros designadamente a compensação e a liquidação das transacções e sobre as entidades relacionadas como sejam as contrapartes centrais e os repositórios de transacções;
- Ofertas Públicas de Aquisição, sobre questões de interpretação da Directiva das OPAs;
- *European Enforcement Sessions*, que têm por objectivo assegurar uma aplicação uniforme das IFRS, e são um sub-comité do CESR-Fin, presidido por um quadro da CMVM (Mário Freire);
- Sistemas de informação, relativo à política de tecnologias de informação da ESMA;
- Recursos humanos, dedicado à política de recursos humanos das entidades supervisoras.



CMVM

3.3.4.2 IOSCO

A IOSCO tem sido o fórum privilegiado dos supervisores de valores mobiliários e mercados, quer para o exercício da cooperação entre si, quer para a definição de padrões de regulação e supervisão, quer (cada vez mais) como veículo de interacção e cooperação dos reguladores com entidades de abrangência internacional, designadamente o *Financial Stability Board*, o *Bank for International Settlements* e o G20. Além da sua própria agenda, a IOSCO tem-se envolvido activamente na discussão da política regulatória internacional procurando dar resposta aos compromissos assumidos pelos seus membros que fazem também parte do G20. Na sequência do desencadear da crise financeira a IOSCO dedicou uma parte importante da sua atenção a duas grandes áreas, relacionadas com o risco sistémico e a transparência e a supervisão dos mercados não regulamentados. Como já referido, a importância da monitorização, mitigação e gestão do risco sistémico por parte dos supervisores dos mercados de valores mobiliários levou à introdução na carta de objectivos e princípios de regulação dos valores mobiliários da IOSCO de dois novos princípios que visam acomodar esta nova visão da supervisão dos mercados de valores mobiliários.⁷⁹ Além disto, como já referido, foi criado o Comité Permanente de Risco e Estudos, também em resposta aos compromissos assumidos pelo G20.

Outro dos compromissos principais do G20 foi a adopção de regulação para supervisionar entidades e mercados não regulados com particular enfoque no mercado de instrumentos derivados negociado fora de mercado e nos intervenientes nestes mercados. A declaração do G20 apelava ainda para a convergência da supervisão a nível mundial nestes domínios por parte dos supervisores dos mercados de instrumentos financeiros. Deste modo, foi criado um grupo de trabalho sobre a regulação dos derivados negociados fora de mercado que preparou uma proposta de princípios conjuntos do *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS)-IOSCO que visam sujeitar as câmaras de compensação, contrapartes centrais e sistemas de liquidação, bem como as entidades gestoras de mecanismos de reporte de transacções (os chamados *trade repositories* ou repositórios de dados) a padrões de exercício da actividade comuns, assentes na prevenção e mitigação do risco sistémico, robustecendo assim o sistema financeiro no seu todo (documento em fase de consulta). Na Europa a expressão do compromisso assumido no G20 por parte dos países europeus ali representados⁸⁰ materializou-se na proposta de Regulamento comunitário sobre as infra-estruturas de mercado já aludida neste relatório.

⁷⁹ *Objectives and Principles of Securities Regulation*, v.: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Principle 6: The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate. Principle 7: The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly.

⁸⁰ A participação da Europa no G20 é assegurada por quatro estados membros da UE (a Alemanha, França, Itália e o Reino Unido) e pela própria UE (representada pela Presidência do Conselho da UE e pelo BCE).



CMVM

Ainda no âmbito do mercado de derivados, foi publicado o relatório da *Task Force on Commodity Futures Markets* que reflecte o trabalho desenvolvido pela IOSCO em matéria de transparência dos mercados de derivados de *commodities* e relativo à monitorização dos desenvolvimentos no mercado OTC de derivados que têm como activo subjacente o petróleo.

Foram também objecto de trabalho regulatório comum a nível da IOSCO as questões relacionadas com o impacto dos sistemas alternativos de negociação e dos novos tipos de ordens na eficiência e na integridade dos mercados, designadamente as *dark liquidity pools*, as *dark orders*, a negociação de alta frequência e os acessos electrónicos directos, pois são práticas de mercado susceptíveis de conferir vantagens desproporcionadas a alguns participantes nos mercados.

Relativamente ao governo da IOSCO e com o objectivo de melhorar a sua capacidade de resposta, a IOSCO aprovou linhas de orientação estratégica para o quinquénio 2011-2015 e procedeu a uma reestruturação dos seus serviços e Grupos de Trabalho. Como acima referido, foi criado o novo Comité Permanente de Risco e Análise e foram actualizados os seus Princípios, preparando a remodelação da metodologia através da qual será efectuada a avaliação do seu cumprimento.

A representação da CMVM na IOSCO traduziu-se na comparência em 16 reuniões, o que envolveu 7 dos seus colaboradores, que participaram nos seguintes Comités e Grupos de Trabalho da IOSCO:

- Comité de Presidentes, que tem como principal objectivo a implementação dos Objectivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários da IOSCO (Princípios da IOSCO);
- Comité Regional Europeu, que agrega os membros europeus da IOSCO;
- Comité Executivo da IOSCO tem a seu cargo a gestão corrente da instituição, adoptando as medidas necessárias para a realização dos objectivos da organização e coordena o Comité Permanente de Risco e Análise;
- *Screening Group*, responsável pela preparação e validação das candidaturas das autoridades de supervisão nacionais ao IOSCO *Multilateral Memorandum of Understanding* (MMoU) para decisão posterior do Comité de Presidentes. A CMVM integrou uma das 7 equipas de verificação, onde se avalia a conformidade da legislação do candidato à assinatura do MMoU;
- *Implementation Task Force*, que alterou a metodologia de avaliação dos sistemas de regulação e supervisão dos membros;
- *Monitoring Group*, que acompanhou a aplicação do IOSCO MMoU e dos possíveis conflitos e falhas de cooperação existentes entre membros da IOSCO, ao abrigo do referido Acordo;
- Comité Técnico, que compreende 6 *Standing Committees*. A CMVM participou em dois: no comité sobre troca de informação e supervisão entre autoridades de supervisão (*Standing Committee 4 on*



CMVM

Enforcement and Exchange of Information (SC4)) e no grupo de trabalho sobre a identificação de conflitos de interesses no domínio da gestão de activos pertencente ao *Standing Committee 5 on Investment Management* (SC5)).

Durante o ano de 2010, a CMVM aprofundou as relações com autoridades congéneres internacionais, dando cumprimento ao dever de cooperação que lhe está cometido por lei. Assim, a CMVM prestou e solicitou assistência internacional a diversas congéneres estrangeiras, ao abrigo de acordos de cooperação internacionais, nomeadamente do IOSCO MMoU, para efeitos de troca de informação no âmbito de investigações, sobretudo em relação a intermediação financeira não autorizada, ao dever de divulgação de participações qualificadas e a investigações em relação à suspeita de práticas de abuso de mercado.

3.3.4.3 Colégios de Reguladores

Euronext

No decorrer do ano de 2010, o Colégio de Reguladores ocupou-se do seguimento, monitorização e aprovação de alguns processos desenvolvidos pelo grupo *NYSE Euronext* no sentido da diversificação das suas actividades no sector não regulamentado e de respostas à concorrência no sector dos mercados regulamentados. O Colégio de Reguladores tomou igualmente posição sobre possíveis modificações ao nível dos textos básicos que enformam a governação do Grupo. O quadro de cooperação do Colégio foi modificado com um ajustamento ao Memorando de Entendimento entre os seus membros, que garante maior flexibilidade e agilidade de processos ao trabalho dos Reguladores. A actividade de supervisão deste colégio é tratada em pormenor no ponto 3.1.

LCH.Clearnet SA

Através da sua presença no *Coordination Committee on Clearing* a CMVM participa no colégio de supervisores da *LCH.Clearnet SA*. O colégio acompanhou as profundas alterações a que a actividade de compensação tem vindo a ser sujeita, quer em virtude da implementação da DMIF quer devido à maior abertura do mercado (e à maior concorrência). A actividade de supervisão deste colégio é tratada em pormenor no ponto 3.1.

MIBEL

A evolução do MIBEL (mercados à vista e a prazo) foi acompanhada pelo Conselho de Reguladores, composto pelas autoridades reguladoras financeiras e sectoriais portuguesas (CMVM e Entidade Reguladora dos Serviços



CMVM

Energéticos (ERSE)) e espanholas (*Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) e Comisión Nacional de Energía (CNE)*).

Destacam-se ainda os desenvolvimentos com vista à implementação do modelo funcional e organizacional das entidades gestoras dos mercados organizados do MIBEL com o intuito de aprofundar o funcionamento deste mercado e com o objectivo de possibilitar a integração das actuais funções de gestão dos mercados a prazo e à vista.

Assim, no âmbito da concretização do Operador de Mercado Ibérico único (OMI), tal como definido no Acordo de Santiago (artigo 4.º) foi empreendido um conjunto de medidas com vista à reestruturação do modelo accionista dos operadores de mercado, tanto do mercado a prazo (OMIP-SGMR) como do mercado à vista *OMEL – Operador del Mercado Iberico de Energía, Polo Español, S.A. (OMEL)*.

O modelo de participações do futuro OMI tem como base a criação de duas *holdings* accionistas, a OMI – Pólo Português e a OMI – Pólo Espanhol, com sede, respectivamente, em Portugal e Espanha e participações cruzadas de 10%. Ambas as entidades deterão 50% de cada uma das sociedades gestoras dos mercados (mercado a prazo – OMIP-SGMR e mercado diário - OMIE). As sociedades gestoras deterão, por sua vez, numa proporção de 50%, a sociedade *OMIClear - Sociedade de Compensação de Mercados de Energia, SA (OMIClear)*.

Assim, durante o ano de 2010 as participações detidas pela REN – Rede Energéticas Nacionais, SGPS, S.A. e pelo OMEL no OMIP-SGMR foram transferidas para o OMIP – Operador do Mercado Ibérico (Portugal), SGPS, S.A. (OMIP-SGPS), sociedade que corresponderá à *holding* portuguesa, nos termos do novo modelo societário perspectivado para o OMI.

No plano de Compatibilização Regulatória para o sector energético, assinado entre os Governos de Espanha e de Portugal a 8 de Março de 2007, foi estabelecido um conjunto de matérias para as quais as entidades reguladoras de cada país, no âmbito do Conselho de Reguladores do MIBEL, deveriam apresentar uma proposta compatibilizada de regulação. Foi apresentada uma proposta de harmonização da metodologia de cálculo das tarifas de acesso, que será enviado aos Governos. Esta proposta assenta nos princípios gerais para o estabelecimento de tarifas, nos mecanismos de aprovação e revisão de tarifas e nos critérios de afectação dos custos para estabelecer as tarifas de acesso e as suas variáveis de facturação. A proposta preconizou a simetria de funções e competências dos reguladores do sector eléctrico português e espanhol, estabelecendo o âmbito de aplicação do fornecimento de energia eléctrica de último recurso, definindo a produção em regime especial e sustentabilidade do sector eléctrico e ainda medidas para evitar o défice de tarifas.



CMVM

3.3.4.4 Outros Aspectos da Actividade Internacional

Os grupos de trabalho relacionados com a negociação e adopção de direito comunitário são constituídos e extintos segundo e conforme as iniciativas legislativas cuja preparação, negociação e adopção se encontra em curso. As iniciativas referem-se normalmente a regulamentos e directivas comunitárias e a CMVM contribui no âmbito de delegações nacionais. Em 2010 a colaboração da CMVM na negociação e adopção de regulamentação comunitária envolveu a presença em 19 reuniões, envolvendo 5 dos seus técnicos e assumiram principal destaque os grupos de trabalho relativos às seguintes iniciativas legislativas:

- Proposta da Comissão Europeia de Regulamento relativo a derivados OTC, contrapartes centrais e *trade repositories* (Regulamento EMIR) que promove o reforço da transparência nos mercados de derivados OTC e a concede às entidades reguladoras poderes acrescidos e harmonizados de forma a reduzir os riscos susceptíveis de afectar o sistema financeiro;
- Alteração ao Regulamento n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro, sobre sociedades de notação de risco, visando adaptá-lo aos poderes da ESMA em matéria de regulação e supervisão de agências de notação de risco, designadamente no que respeita à supervisão efectiva das agências de notação de risco na UE por parte da ESMA em cooperação com as autoridades competentes nacionais;
- Proposta de Regulamento sobre *Short-Selling* e *Credit Default Swaps* sobre as vendas de valores mobiliários a descoberto (*short-selling*) e CDS no sentido de impor limitações ao denominado *naked short-selling* e sujeitar os investidores a deveres de transparência relativamente às posições curtas líquidas, entre outras obrigações que viabilizam a estabilidade do mercado e a protecção do investidor. O regulamento estabelece também mecanismos para disciplinar o mercado de títulos de dívida soberana;
- Proposta de Regulamento ESMA que instituiu a nova Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e Mercados (ESMA) e proposta de Directiva “*Omnibus I*” que alterou, de forma horizontal, diversas directivas do sector financeiro, de molde a ajustá-las ao novo enquadramento ocasionado pelas atribuições da ESMA, com particular ênfase para aquelas que decorrem da participação da ESMA no processo legislativo comunitário referente a normas técnicas regulamentares de execução e de implementação (padrões técnicos). Este tema é aprofundado na Caixa 14 onde são abordados os restantes instrumentos jurídicos que dão corpo à nova arquitectura de supervisão financeira europeia;
- Alteração à Directiva 97/9/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa aos sistemas de indemnização aos investidores (DSII) no sentido de reforçar os mecanismos de protecção ao investidor em valores mobiliários proporcionados pelo SII aumentado, entre outros, a responsabilidade das entidades de custódia/depositários;



CMVM

- Aprovação da Directiva 2010/73/EU, que procedeu à revisão da Directiva dos Prospectos que inclui, entre outros, um regime simplificado para as pequenas e médias empresas, para as sociedades com capitalização bolsista reduzida e o alinhamento da definição de investidor qualificado com base na DMIF e outros elementos que visam reforçar a protecção dos investidores qualificados ou não;
- Iniciativa legislativa sobre *Market Infrastructures – Central Securities Depositories* relativa à harmonização do depósito centralizado de valores mobiliários.

Outras iniciativas

A CMVM participou ainda noutras iniciativas europeias e nacionais sendo de destacar os seguintes:

- Diversos fóruns contabilísticos comunitários, em particular, o Comité de Regulamentação Contabilística (ARC) e o Comité de Regulação de Auditoria (AuRC) e, através da sua qualidade de membro do CNSA, o EGAOB sobre os sistemas de supervisão pública dos auditores e das empresas de auditoria na UE;
- Grupo de Peritos em Direito das Sociedades da Comissão Europeia (*Company Law Expert Group/CLEG*), em que a participação da CMVM se articula com o Ministério da Justiça e com o Ministério dos Negócios Estrangeiros, sobre sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado que tratou temas como a remuneração dos administradores das sociedades cotadas, o livro verde sobre o governo das sociedades das instituições financeiras, a revisão do estatuto da *Societas Europaea*, as fundações europeias, entre outros;
- *European Corporate Governance Network*, redominado *European Corporate Governance Codes Network*, que versou sobre as remunerações nas instituições financeiras e sobre a supervisão dos códigos voluntários de governo das sociedades;
- Grupo de Acção Financeira sobre o Branqueamento de Capitais (GAFI), em que foi analisado o 2.º Relatório de Actualização que Portugal está obrigado a apresentar bienalmente (esta matéria foi também tratada no CNSF);
- Programa de Intercâmbio de Informações em matéria de Assistência Técnica da Comissão Europeia, tendo a CMVM recebido uma delegação do Ministério das Finanças da Turquia, com a qual debateu o tema do branqueamento de capitais e combate ao financiamento do terrorismo;
- Parceria Institucional entre os Reguladores de Valores Mobiliários dos Países do Mediterrâneo (Portugal, Espanha, França e Itália, Marrocos, Argélia, Tunísia e Egipto) que reviu as práticas regulatórias dos membros no domínio dos OICVM e dos Prospectos e preparou a futura adesão da Grécia e da Turquia;
- FIN-Net, rede europeia de resolução extrajudicial de litígios transfronteiriços entre consumidores e prestadores de serviços no sector financeiro, que se articula com a Direcção-Geral do Consumidor. Esta



CMVM

rede trabalhou sobre a harmonização da metodologia de reporte e classificação das reclamações e pedidos de informação dos consumidores no mercado único.

3.3.5 Outras Colaborações Institucionais

No plano nacional a CMVM tem ainda assento na Comissão de Normalização Contabilística na qualidade de representante dos utilizadores de informação financeira. Esta participação permite contribuir para uma política de alinhamento do SNC com as IFRS, assegurando assim uma maior facilidade de integração vertical, como seja o caso do processo de consolidação. Permite ainda maior facilidade de acesso aos mercados financeiros por parte dos investidores tendo em conta a maior possibilidade de se proceder a uma comparação entre diferentes normativos aplicáveis, tendo por base princípios similares de reconhecimento e de medição.

A CMVM colaborou com a Direcção-Geral do Consumidor na avaliação do funcionamento da Rede Telemática de Informação Comum sobre reclamações e na implementação da Rede Europeia de Cooperação na Defesa do Investidor (CPCS/TESTA). Foi desenvolvida a cooperação com o Provedor de Justiça, traduzida no envio pela CMVM de informação sobre a apreciação das reclamações apresentadas pelos reclamantes simultaneamente à Provedoria, sempre que não estejam abrangidas por segredo de justiça.

3.4.DESENVOLVIMENTOS PRÓXIMOS

As linhas de acção da CMVM para o biénio 2011-2012 centram-se nas seguintes áreas prioritárias de actuação: i) protecção dos investidores; ii) reformulação dos processos administrativos e melhoria das práticas administrativas da CMVM; iii) aperfeiçoamento dos sistemas e práticas de supervisão da CMVM, incluindo em áreas até agora menos aprofundadas, como os mercados de dívida pública e privada; iv) maior adequação dos custos da regulação e supervisão; v) participação forte e empenhada nos *fora* internacionais de regulação.

Protecção dos Investidores

É missão da CMVM assegurar a protecção dos investidores, em particular dos não profissionais, promovendo a eficiência, a equidade, a segurança e a transparência dos mercados de instrumentos financeiros, de modo a facilitar o investimento produtivo e a contribuir para o desenvolvimento sustentável da economia nacional.

A CMVM procura garantir que a tomada de decisões de investimento seja efectuada mediante informação que é efectivamente prestada pelos operadores de mercado e que essa informação seja suficiente e inteligível para um investidor médio. Esta preocupação da CMVM é tão mais relevante quando os investidores são confrontados



CMVM

com propostas de subscrição de produtos financeiros, alguns complexos que, não poucas vezes, não permitem uma percepção imediata, clara e completa dos riscos que lhes estão associados, nem do retorno esperado no reembolso ou na maturidade do produto.

Com o intuito de promover maior transparência na informação prestada sobre produtos financeiros complexos, e também de articular a supervisão efectuada sobre a comercialização destes produtos, a CMVM criou no início de 2011 um Comité de Inovação Financeira (CIF). Este comité tem como objectivo essencial centralizar e coordenar a intervenção da CMVM em matérias relacionadas com a inovação financeira, particularmente no âmbito dos produtos financeiros complexos. O CIF tem como competências específicas (i) analisar e propor ao Conselho Directivo da CMVM decisão sobre os documentos informativos dos produtos financeiros complexos, tentado assegurar a sua clareza, rigor e completude, (ii) analisar e propor ao Conselho Directivo decisão relativa a publicidade de produtos financeiros, (iii) elaborar advertências genéricas e/ou específicas aos investidores, (iv) elaborar recomendações aos intermediários financeiros sobre a comercialização de produtos financeiros complexos, (v) efectuar propostas de intervenção casuística da CMVM relativamente à distribuição de produtos complexos concretos ou à actuação de determinados intermediários financeiros, (vi) efectuar propostas de intervenção regulatória no âmbito da protecção ao investidor e (vii) elaborar recomendações gerais a investidores e intermediários financeiros sobre a aquisição e a comercialização de produtos e instrumentos financeiros complexos.

As linhas de acção da CMVM para o biénio 2011-2012 contemplam a emissão e a divulgação pública de elementos informativos e recomendações de natureza pedagógica dirigidos aos investidores em instrumentos financeiros, incluindo uma distinção clara dos diversos tipos de produtos financeiros complexos existentes e dos riscos a eles associados. A reformulação do sítio da CMVM na *internet* também se enquadra neste objectivo. Também as entidades que distribuem este tipo de produtos serão objecto de especial atenção pela CMVM, mediante a verificação da adequação dos respectivos colaboradores à função de comercialização desses produtos, e, por outro lado, pela imposição de regulamentação que assegure a especialização e a certificação dos colaboradores das entidades distribuidoras, passando pela eventual exigência de registo prévio na CMVM, bem como pela definição das condições em que essas instituições podem vender estes produtos na sua rede de balcões. A comercialização de produtos financeiros complexos e os termos em que são realizados os testes de adequação pelos distribuidores aos investidores serão objecto de supervisão reforçada, tendo em vista assegurar que a colocação de produtos financeiros complexos se coaduna com o perfil dos investidores que neles investem e a ocorrência de conflitos de interesses.



CMVM

A CMVM irá proceder à revisão da regulamentação sobre produtos financeiros complexos tendo em vista a uniformização dos documentos informativos e prospectos simplificados e a eliminação de espaços residuais de arbitragem regulatória. A regulamentação irá contemplar a obrigatoriedade de ser disponibilizada informação sobre o desempenho estimado do produto, designadamente no que respeita ao seu retorno esperado e risco, à probabilidade de serem atingidas as taxas de rendibilidade máxima prometidas, de o retorno ser nulo e de ocorrer perda capital pelo investidor (quando não haja garantia de reembolso do capital). A regulamentação irá também incluir uma política mais activa da CMVM, conferindo poderes ao regulador para apor nos documentos informativos e prospectos simplificados determinadas menções que alertem os investidores para os especiais riscos de um determinado produto ou para proceder à divulgação de alertas dirigidos aos investidores no âmbito da comercialização destes produtos.

Em paralelo com a reformulação da área do seu sítio na *internet* relativo a produtos financeiros complexos, a CMVM irá também passar a recolher, de forma contínua, informação sobre as condições em que estes produtos vão sendo reembolsados e passar a divulgar informação que permita aos investidores efectuarem uma avaliação *a posteriori* da rendibilidade e risco que os produtos financeiros complexos proporcionam. O reforço das obrigações, pelos emitentes e/ou colocadores, de divulgação de informação periódica sobre a evolução do valor das aplicações efectuadas pelos investidores contribuirá também para aumentar a transparência pré e pós-comercialização dos instrumentos financeiros.

As designadas políticas de ‘melhor execução’ de ordens irão também ser alvo de supervisão reforçada pela CMVM. A CMVM procurará assegurar que as empresas de investimento tomam todas as medidas razoáveis para obter o melhor resultado possível para os seus clientes dentro da política que definiram. A qualidade da execução nas melhores condições, que inclui aspectos como a celeridade, a probabilidade de execução, a disponibilidade e o impacto nos preços e os custos, constitui um factor extremamente relevante que a CMVM irá escrutinar com especial atenção.

A CMVM irá continuar a reforçar os seus procedimentos no tratamento das reclamações dos investidores, procurando aumentar a sua eficácia e eficiência neste domínio. Ter-se-á por objectivo não só encurtar os prazos de resposta e de resolução das reclamações apresentadas pelos investidores, como também disponibilizar aos reclamantes o acesso informático a uma ferramenta que permita consultar o estado e a evolução do respectivo processo. Periodicamente, a CMVM procederá ao tratamento agregado das reclamações, por matéria e entidade reclamada, e divulgará um relatório sobre o tratamento e os resultados dessas reclamações que se pretende venha a constituir um elemento pedagógico de alerta aos investidores.



CMVM

Por último, a CMVM irá promover diligências para que seja instituído um centro de arbitragem institucionalizada dirigido a pequenos e médios investidores em instrumentos financeiros, tendo em vista uma possível resolução não judicial de litígios a custos reduzidos, procurando envolver as associações profissionais representativas dos operadores de mercado e da defesa dos consumidores. A concretização desta iniciativa contribuirá igualmente para o reforço do processo de mediação entre os reclamantes e os reclamados, em fase prévia à resolução arbitral das reclamações.

Reformulação dos processos administrativos e melhoria das práticas administrativas da CMVM

A CMVM deu início a um processo de reformulação dos seus procedimentos autorizativos (autorizações e registos) com os objectivos de introduzir maior simplificação e celeridade dos actos de registo e de autorização relativos a entidades sujeitas a supervisão. Actualmente, é disponibilizado no sítio de *internet* da CMVM um *dossier* de registo que cobre, grosso modo, as áreas de intermediação financeira e de gestão de activos, que contém os formulários e as bases legais necessárias à instrução do procedimento autorizativo, não permitindo contudo que o mesmo seja efectuado electronicamente. A CMVM propõe-se actualizar e alargar esse *dossier* a todos os processos de autorização e registo, tornando-o acessível através do seu sítio de *internet*.

Os objectivos principais deste projecto são (i) facilitar a instrução completa dos pedidos de registo ou autorização através do sítio na *internet*, bem como do acompanhamento permanente do estado dos processos, (ii) criar uma linha verde para prestação de esclarecimentos que complementem a informação incluída no dossier e (iii) fixar níveis de serviço exigentes, incluindo a limitação da possibilidade de interrupção dos prazos regulamentares uma só vez (para pedido de esclarecimentos/informações complementares) e a adopção do princípio do deferimento tácito em caso da sua ultrapassagem. Deste modo, serão integralmente revistos os procedimentos específicos das unidades orgânicas de supervisão de modo a acomodar o novo modelo de funcionamento.

A CMVM irá reforçar e instituir mecanismos tendentes a assegurar que a sua actividade se rege por princípios de transparência, ética e de correcção no relacionamento com o público e as entidades sujeitas à sua supervisão. Insere-se neste plano a divulgação pública de um código de boas práticas administrativas na sua relação com as entidades supervisionadas e investidores. Pretende-se com esta iniciativa promover a eficiência da CMVM e a transparência dos actos praticados e a correcção do comportamento perante os agentes que se relacionam com a Comissão. Por outro lado, o código de conduta e ética aplicável a todos os colaboradores da CMVM será objecto de revisão e de reforço na verificação do seu cumprimento. A função de auditoria interna é também objecto de reforço mediante a adopção de novos instrumentos analíticos e de um plano anual de auditoria.



CMVM

Por último, será criada na CMVM uma linha verde que permitirá a recepção de reclamações e denúncias vindas do exterior relativamente à actuação da CMVM e dos seus colaboradores perante os agentes de mercado e os investidores.

Maior adequação dos custos da regulação e supervisão

As linhas de acção da CMVM para o biénio 2011-2012 assentam numa forte aposta na melhor adequação dos custos de regulação e supervisão. A actuação da CMVM neste domínio será efectuada em duas vertentes.

A primeira consistirá em adoptar uma análise sistemática de custo/benefício, de modo a evitar que as entidades reguladas/supervisionadas suportem custos desnecessários e/ou desproporcionados. Por um lado, procurar-se-á assegurar uma aplicação nacional da regulamentação europeia de forma célere, precisa e simples, evitando, por exemplo, a introdução de requisitos regulamentares adicionais. Por outro lado, será efectuada a revisão de toda a regulamentação da CMVM com os objectivos de simplificar e clarificar o seu conteúdo normativo, efectuar uma análise custo benefício decorrente da prática de aplicação das normas em vigor e, nessa sequência, proceder à supressão das regras que eventualmente se revelem desnecessárias dentro daquela óptica de análise. Refira-se que a carta de princípios regulatórios emitida pela CMVM prevê, entre outros, a adopção permanente desta prática. Em 2010 foram redefinidos os procedimentos de análise de impacto regulatório e foi ministrada formação interna, transversal a toda a CMVM, tendente a sensibilizar e reforçar a necessidade da actividade regulamentar da CMVM prosseguir objectivos contínuos de *better regulation*.

Numa segunda vertente, a CMVM desenvolverá os seus melhores esforços no sentido de assegurar uma maior convergência com os custos efectivos de cada actividade. Tal será efectuado tendo por base uma lógica de centros de custo, tendo presente os dados da contabilidade analítica da CMVM. Procurar-se-á assim reformular o sistema de taxas, aproximando, na medida do possível, os custos efectivos gerados pelos supervisionados aos serviços prestados pela CMVM em função de critérios de proporcionalidade.

Aperfeiçoamento dos sistemas e práticas de supervisão da CMVM, incluindo em áreas até agora menos aprofundadas, como os mercados de dívida pública e privada

A CMVM vai aumentar a frequência das acções de supervisão presencial procurando validar *on site* a adequação dos procedimentos adoptados pelos operadores de mercado na sua relação com os investidores. Estas acções terão níveis de aprofundamento e de exigência documental de prova diferenciados, consoante as matérias a supervisionar, e incluirão a realização de supervisões temáticas em áreas fulcrais para assegurar a protecção dos investidores.



CMVM

A CMVM irá também aprofundar a supervisão do sector do capital de risco, com especial incidência nos mecanismos de decisão de investimentos e de controlo de riscos.

A CMVM procurará ainda que, no seio do CNSF, seja ainda mais potenciada a articulação entre reguladores tendo em vista reduzir os designados custos de contexto, muitas vezes decorrentes de sobreposições de funções e de duplicações de obrigações de reporte de informação aos reguladores, os quais constituem uma sobrecarga excessiva e desnecessária para os intermediários financeiros, com maior impacto naqueles que têm menor dimensão.

Na sequência do agravar da crise económico-financeira e dos défices orçamentais de alguns países, nos quais se inclui Portugal, os mercados de dívida pública e privada, quer a contado, quer a prazo, têm estado sob intenso escrutínio de reguladores, operadores de mercado e investidores em geral. Este contexto de acrescida instabilidade e vulnerabilidade condiciona a actividade da CMVM e impõe que sejam revistos os procedimentos de supervisão tendo por objectivo assegurar a manutenção da integridade e da equidade no funcionamento destes mercados. Assim, os actuais procedimentos relativos aos deveres de informação de factos relevantes e de comunicação de transacções sobre acções potencialmente geradoras de conflitos de interesses, publicados e divulgados no sítio de *internet* da CMVM, serão objecto de revisão para propiciar um enquadramento também direccionado para os mercados de dívida.

No plano da supervisão, serão aperfeiçoados os modelos de análise e de geração de alertas para instrumentos de dívida no âmbito do SIVAM, tendo em vista potenciar uma mais célere e eficaz detecção de situações que consubstanciem abuso de mercado, não só ao nível dos negócios efectivamente concretizados mas também das ofertas introduzidas em plataformas de negociação. A crise recente da dívida soberana revelou também a interdependência existente entre os preços formados nos mercados a contado e a prazo (quer accionista, quer de dívida), pelo que a CMVM dará especial atenção às situações de potencial manipulação inter-mercados.

Além da informação recebida da *Euronext Lisbon* e de outras plataformas de negociação nacionais, que constitui o suporte para o funcionamento do SIVAM, também a informação recebida via TREM, que na sua nova versão 3.0 contemplará o reporte de transacções sobre instrumentos derivados negociados OTC (nomeadamente futuros, opções, *warrants*, CFDs, *spreadbets*, *swaps*, CDS e outros derivados complexos), será utilizada para este tipo de análises, em particular para detectar padrões de negociação atípicos relativamente a intermediários financeiros estrangeiros que actuam sobre instrumentos financeiros nacionais.



CMVM

Participação forte e empenhada nos *fora* internacionais de regulação

A CMVM irá continuar a manter uma participação activa e qualificada nos diversos *fora* de regulação e supervisão internacionais, com especial destaque para o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros. Como já acima referido (ver Actividade Internacional), o envolvimento da CMVM também na ESMA, na IOSCO e restantes *fora* de definição de padrões regulatórios, traduz um elevado comprometimento em manter a regulação e supervisão nacional dos mercados financeiros em linha com as melhores práticas.

Nesta linha, a CMVM desenvolverá a vertente da prevenção e mitigação do risco sistémico relacionado com as áreas de mercados e intermediários financeiros sujeitos à supervisão da CMVM. No plano interno, tal será concretizado no âmbito do CNSF e do CNEF. No plano externo, esse objectivo será prosseguido mediante a liderança e/ou participação nos *fora* competentes da ESMA (Comité de Análise Económica e de Mercados e futuro Comité de Inovação Financeira), a liderança do Comité Permanente de Risco e Análise da IOSCO e através da participação no Comité Europeu de Risco Sistémico.



CMVM

ANEXOS



CMVM

ANEXO 1

Principal Legislação relativa ao mercado de valores mobiliários publicada em 2010

Nacional

Leis

Lei n.º 3-B/2010, de 28 de Abril – Orçamento do Estado para 2010

Lei n.º 8-A/2010, de 18 de Maio – Aprova um regime que viabiliza a possibilidade de o Governo conceder empréstimos, realizar outras operações de crédito activas a Estados membros da Zona Euro e prestar garantias pessoais do Estado a operações que visem o financiamento desses Estados, no âmbito da iniciativa para o reforço da estabilidade financeira

Lei n.º 15/2010, de 15 de Junho - Introduz um regime de tributação das mais-valias mobiliárias à taxa de 20 % com regime de isenção para os pequenos investidores e altera o Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares e o Estatuto dos Benefícios Fiscais

Lei n.º 26/2010, de 30 de Agosto - Décima nona alteração ao Código de Processo Penal

Lei n.º 32/2010, de 2 de Setembro - Procede à 25.ª alteração ao Código Penal

Lei n.º 36/2010, de 2 de Setembro - Altera o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (21.ª alteração ao Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro)

Lei n.º 37/2010, de 2 de Setembro - Derrogação do sigilo bancário (21.ª alteração à Lei Geral Tributária, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 398/98, de 17 de Dezembro, e 2.ª alteração ao Decreto-Lei n.º 62/2005, de 11 de Março)

Lei n.º 42/2010, de 3 de Setembro - Segunda alteração à Lei n.º 93/99, de 14 de Julho, que regula a aplicação de medidas para protecção de testemunhas em processo penal

Lei n.º 55-A/2010, de 31 de Dezembro - Aprova o Orçamento do Estado para o ano de 2011



CMVM

Decretos-Lei

Decreto-Lei n.º 35/2010, de 15 de Abril – Cria nova excepção à regra de continuidade dos prazos alterando os artigos 143.º e 144.º do Código de Processo Civil

Decreto-Lei n.º 45/2010, de 6 de Maio – Estabelece os requisitos de adequação de fundos próprios aplicáveis às empresas de investimento e às instituições de crédito, alterando o Decreto-Lei n.º 103/2007, de 3 de Abril, e define as obrigações relativas ao nível mínimo de fundos próprios e aos limites aos grandes riscos numa base individual, alterando o Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3 de Abril

Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio – Consagra a admissibilidade de acções sem valor nominal, reforça o regime de exercício de certos direitos de accionistas de sociedades cotadas e transpõe a Directiva n.º 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho, e parcialmente a Directiva n.º 2006/123/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Dezembro

Decreto-Lei n.º 92/2010, de 26 de Julho - Estabelece os princípios e as regras necessárias para simplificar o livre acesso e exercício das actividades de serviços e transpõe a Directiva n.º 2006/123/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Dezembro

Decreto-Lei n.º 140-A/2010, de 30 de Dezembro - Visa reforçar a solidez do sistema financeiro, transpondo as Directivas n.ºs. 2009/111/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro, 2009/27/CE, da Comissão, de 7 de Abril, e 2009/83/CE, da Comissão, de 27 de Julho

Resoluções

Resolução do Conselho de Ministros n.º 30/2010, Presidência do Conselho de Ministros, I Série de 12 de Novembro - Nomeia os membros do Conselho Directivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)



CMVM

Portarias

I Série

Portaria n.º 65-A/2010, Ministério da Justiça, de 29 de Janeiro - Terceira alteração à Portaria n.º 1538/2008, de 30 de Dezembro, que altera e republica a Portaria n.º 114/2008, de 6 de Fevereiro, que regula vários aspectos da tramitação electrónica dos processos judiciais

Portaria n.º 195-A/2010, Ministério da Justiça, de 8 de Abril – Altera a Portaria n.º 114/2008, de 6 de Fevereiro, que regula vários aspectos da tramitação electrónica dos processos judiciais

II Série – C

Portaria n.º 312/2010, de 5 de Maio, Ministério das Finanças e da Administração Pública – Gabinete do Secretário de Estado do Tesouro e Finanças – Capital social mínimo das caixas de crédito agrícola mútuo

Regulamentos da CMVM (II Série – parte E)

Regulamento da CMVM n.º 1/2010, de 1 de Fevereiro – Governo das Sociedades Cotadas (revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2007)

Regulamento da CMVM n.º 2/2010, de 12 de Março – Sistema de Indemnização aos Investidores (alteração ao regulamento da CMVM n.º 2/2000)

Regulamento da CMVM n.º 3/2010, de 15 de Abril – Deveres de conduta e qualificação profissional dos analistas financeiros e consultores para investimento (alteração ao Regulamento da CMVM n.º 2/2007)

Regulamento da CMVM n.º 4/2010, de 8 de Julho - Deveres de informação de interesses a descoberto relevantes sobre acções

Regulamento da CMVM n.º 5/2010, de 11 de Outubro – Dever de divulgação de posições económicas longas relativas a acções (alteração ao regulamento da CMVM n.º 5/2008)



CMVM

Instruções da CMVM

Instrução n.º 1/2010 - Deveres de Informação dos Emitentes (revoga a Instrução n.º 4/2006)

Outros Actos

Instrução n.º 3/2010, do Ministério das Finanças e da Administração Pública - Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, I. P., II Série – C, de 25 de Janeiro – Emissões de obrigações do Tesouro e estatuto de operadores de mercado

Regulamento n.º 91/2010, da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, II Série – E, de 9 de Fevereiro – Regulamento do Controlo de Qualidade da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas aprovado pela assembleia-geral de 18 de Dezembro de 2009

Norma Regulamentar n.º 02/2010-R, do Instituto de Seguros de Portugal, II Série – E, de 18 de Março – Altera a norma regulamentar n.º 10/2009-R, de 25 de Junho, relativa a conduta de mercado

Instrução n.º 4/2010, do Ministério das Finanças e da Administração Pública - Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, I. P., II Série – C, de 3 de Maio – Emissão de bilhetes do Tesouro e estatuto de operadores de mercado

Instrução n.º 5/2010, do Ministério das Finanças e da Administração Pública - Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, I. P., II Série – C, de 4 de Maio – Emissão de bilhetes do Tesouro e estatuto de operadores de mercado

Regulamento n.º 654/2010, Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria, II Série, de 30 de Julho - Regulamento do CNSA sobre Supervisão do Controlo de Qualidade da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas

Relatório n.º 30/2010 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, II Série n.º 191 de 30 de Setembro de 2010 - Relatório de actividade e contas anuais de gerência

Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2010, de 3 de Dezembro - Estabelece, de forma proporcional, os requisitos de informação para efeitos de comunicação de projectos de aquisição e de aumento de participação qualificada em instituições de crédito, sociedades financeiras e empresas de investimento sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e revoga o aviso n.º 3/94



CMVM

Comunitária

Directivas Comunitárias

Directiva 2010/42/UE da Comissão, de 1 de Julho de 2010, JO L 176 de 10 de Julho – que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita a certas disposições relativas a fusões de fundos, estruturas de tipo principal/de alimentação (*master/feeder*) e procedimentos de notificação

Rectificação à Directiva 2010/42/UE da Comissão, de 1 de Julho de 2010, JO L 179 de 14 de Julho - que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita a certas disposições relativas a fusões de fundos, estruturas de tipo principal/de alimentação (*master/feeder*) e procedimentos de notificação (JO L 176 de 10.7.2010)

Directiva 2010/43/UE da Comissão, de 1 de Julho de 2010, JO L 176 de 10 de Julho – que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da actividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora

Directiva 2010/64/UE da Comissão, de 29 de Outubro de 2010, JO L 280 de 26 de Outubro – relativa ao direito à interpretação e tradução em processo penal

Directiva 2010/73/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, JO L 327, de 11 de Dezembro - que altera a Directiva 2003/71/CE, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e a Directiva 2004/109/CE, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado

Directiva 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, JO L 331, de 15 de Dezembro - que altera as Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE no que diz respeito às competências da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) e da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados) (1)



CMVM

Regulamentos Comunitários

Regulamento (UE) n.º 243/2010 da Comissão, de 23 de Março, JO L 77 de 24 de Março – que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008 que adopta certas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, em conformidade com o documento «Melhoramentos introduzidos nas normas internacionais de relato financeiro (IFRS)» (Texto relevante para efeitos do EEE)

Regulamento (UE) n.º 244/2010 da Comissão, de 23 de Março, JO L 77 de 24 de Março – que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que adopta certas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à norma internacional de relato financeiro (IFRS) 2 (Texto relevante para efeitos do EEE)

Regulamento (UE) n.º 407/2010 do Conselho, de 11 de Maio, JO L 118 de 12 de Maio – cria um mecanismo europeu de estabilização financeira

Regulamento (UE) n.º 574/2010 da Comissão, de 30 de Junho de 2010, JO L 166 de 1 de Julho - que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que adopta determinadas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à Norma Internacional de Relato Financeiro (IFRS) 1 e à IFRS 7 (1)

Regulamento (UE) n.º 583/2010 da Comissão, de 1 de Julho de 2010, JO L 176 de 10 de Julho - que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às informações fundamentais destinadas aos investidores e às condições a respeitar no fornecimento das informações fundamentais destinadas aos investidores ou do prospecto num suporte duradouro diferente do papel ou através de um sítio na *internet*

Regulamento (UE) n.º 584/2010 da Comissão, de 1 de Julho de 2010, JO L 176 de 10 de Julho - 2010 que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita à forma e conteúdo da minuta de carta de notificação e da certidão dos OICVM, à utilização de comunicações electrónicas entre autoridades competentes para efeitos de notificação e aos procedimentos a seguir para as verificações no local, para as investigações e para a troca de informações entre autoridades competentes

Regulamento (UE) n.º 662/2010 da Comissão, de 23 de Julho de 2010, JO L 193 de 26 de Julho - que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que adopta determinadas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à Interpretação



CMVM

do *International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC) 19 e à Norma Internacional de Contabilidade (IFRS) 1

Regulamento (UE) n.º 632/2010 da Comissão, de 19 de Julho de 2010, JO L 186 de 20 de Julho - que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que adopta certas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à Norma Internacional de Contabilidade (IAS) 24 e à Norma Internacional de Relato Financeiro (IFRS)

Regulamento (UE) n.º 633/2010 da Comissão, de 19 de Julho de 2010, JO L 186 de 20 de Julho - que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que adopta determinadas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à Interpretação do *International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC)

Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, JO L 331 de 15 de Dezembro - relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico

Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, JO L 331 de 15 de Dezembro - que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão

Regulamento (UE) n.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, JO L 331 de 15 de Dezembro - que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/79/CE da Comissão

Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, JO L 331 de 15 de Dezembro - que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão

Regulamento (UE) n.º 1096/2010 do Conselho, de 17 de Novembro de 2010, JO L 331 de 15 de Dezembro - que confere ao Banco Central Europeu atribuições específicas no que se refere ao funcionamento do Comité Europeu do Risco Sistémico



CMVM

Decisões

Decisão do Banco Central Europeu, de 14 de Maio, JO L 124 de 20 de Maio – que estabelece um programa relacionado com os mercados de títulos de dívida (BCE/2010/5)

Outros Actos

Resolução do Parlamento Europeu, de 23 de Setembro de 2008, JO C 8 E de 14 de Janeiro de 2010 – que contém recomendações dirigidas à Comissão, relativas aos fundos de retorno absoluto (*hedge funds*) e aos fundos de investimento em participações privadas (*private equities*) (2007/2238 (INI))

Resolução do Parlamento Europeu, de 23 de Setembro de 2008, JO C 8 E de 14 de Janeiro de 2010 – que contém recomendações à Comissão sobre a transparência dos investidores institucionais (2007/2239 (INI))

Resolução do Parlamento Europeu, de 9 de Outubro de 2008, JO C 9 E de 15 de Janeiro de 2010 – sobre a IASCF: Revisão da constituição — Responsabilização pública e propostas de alteração da composição do IASB

Orientação do Banco Central Europeu, de 4 de Dezembro de 2009, JO L 16 de 21 de Janeiro de 2010 – altera a Orientação BCE/2007/9 relativa às estatísticas monetárias e de instituições e mercados financeiros (BCE/2009/23)

Resolução do Parlamento Europeu, de 23 de Outubro de 2008, JO C 15 de 21 de Janeiro de 2010 – sobre um projecto de regulamento da Comissão, de 2 de Junho de 2008, que altera o Regulamento (CE) n.º 809/2004 da Comissão que estabelece normas de aplicação da Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito a elementos relacionados com prospectos e anúncios publicitários e sobre um projecto de decisão da Comissão, de 2 de Junho de 2008, relativa à utilização pelos emitentes de valores mobiliários de países terceiros das normas nacionais de contabilidade de determinados países terceiros e das normas internacionais de relato financeiro para efeitos de elaboração das respectivas demonstrações financeiras consolidadas

Resolução legislativa do Parlamento Europeu, de 13 de Janeiro de 2009, JO C 46 E de 24 de Fevereiro de 2010 – sobre uma proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) (reformulação) (COM (2008) 0458 – C6-0287/2008 – 2008/0153 (COD)) [Organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) (reformulação)]



CMVM

Resolução do Parlamento Europeu, de 10 de Março de 2009, JO C 87 E de 1 de Abril de 2010 – sobre a aplicação da Directiva 2006/43/CE relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas (2008/2247 (INI))

Recomendação da Comissão, de 12 de Maio de 2010, JO L 136 de 2 de Junho - relativa à utilização de uma metodologia harmonizada para classificar e comunicar queixas e pedidos de informação dos consumidores

Informações oriundas dos Estados Membros, JO C 159 de 11 de Julho - Lista anotada dos mercados regulamentados e disposições nacionais de transposição dos requisitos relevantes contidos na DMIF (Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho)

Lista de instituições de crédito referidas no artigo 14.º da Directiva 2006/48/CE, de 28 de Outubro de 2010 (20107C 293/019)



CMVM

ANEXO 2

PUBLICAÇÕES

A) Publicações Periódicas

Relatório Anual da CMVM

Em 2010 foi publicado, em português, em versão electrónica e em livro com uma tiragem de 250 exemplares, bem como em inglês, em versão electrónica, do “Relatório Anual sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários”, em que divulgou os principais indicadores relativos ao funcionamento dos mercados de capitais em 2009, bem como a descrição detalhada da actividade da CMVM no mesmo período.

Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários

Dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários foram publicados os números 36 e 36, em formato electrónico, através do sítio da CMVM na Internet, com distribuição gratuita.

Boletim da CMVM

Foram publicadas 12 edições do Boletim da CMVM, em versão exclusivamente electrónica, com distribuição gratuita.

Publicação de Estudos, Recomendações, Orientações, entendimentos e Pareceres Através do Sítio da CMVM na **internet**

b) Publicações Não Periódicas

Foram publicados em versão electrónica do Relatório de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM, as Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas e, as Recomendações da CMVM sobre Incentivo à Participação em Assembleia Geral e Exercício do Direito de Voto dos Organismos de Investimento Colectivo

Foram publicados o Entendimento conjunto da CMVM, da AFM, da AMF e da CBFA sobre Manipulação de Mercado e as Recomendações da CMVM, do Banco de Portugal e do ISP sobre Gestão da Continuidade do Negócio.



CMVM

Estudos da CMVM e *working papers*

A CMVM continuou em 2010 a divulgação de estudos e *working papers* sobre diversos aspectos do funcionamento do mercado e sobre os seus principais intervenientes. Foram publicados através do sítio na *internet*:

- Produtos Financeiros Complexos: Metodologias para a sua Avaliação;
- *Capital Structure and Law Around the World*;
- A Volatilidade Histórica Enquanto Indicador de Risco nos Fundos de Investimento;
- Os *Spreads Costs* enquanto Elemento Implícito dos Custos de Transacção.



CMVM

ANEXO 3

PRINCIPAIS DOCUMENTOS DIVULGADOS POR ORGANISMOS INTERNACIONAIS

CESR Corporate Finance/Prospectos L3

- *10th Update of frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*, Janeiro
- *Data on Prospectuses approved and passported in the EU from July 2009 to December 2009*, Março
- *Consultation paper on proposed amendments to CESR's recommendations for the consistent implementation of the Prospectuses Regulation regarding mineral companies*, Abril
- *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members 11th Updated Version*, Julho
- *Languages accepted for the purpose of the scrutiny of the Prospectus and requirements of translation of the Summary*, Outubro
- *Data on Prospectuses approved and passported in the EU from January 2010 to June 2010*, Outubro
- *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members 12th Updated Version*, Novembro

CESR Corporate finance/Transparência

- *Consultation paper on proposed extension on major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, Fevereiro

ESMA Corporate reporting/EECS

- *Eight Extract from EECS's Database of Enforcement Decisions*, Julho
- *9th Extract from EECS's Database of Enforcement Decisions*, Outubro

CESR Mercados Secundários

- *Consultation Paper - CESR technical advice to the Commission in the context of the MiFID Review - Equity Markets*, Abril
- *Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members in the area of the Secondary Markets Standing Committee*, Maio
- *Consultation paper - CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Non-equity markets transparency*, Maio



CMVM

- *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Non-equity Markets Transparency*, Julho
- *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - Equity Markets*, Julho
- *Feedback statement - CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Non-equity markets Transparency*, Outubro
- *Feedback statement - CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Equity Markets*, Outubro
- *Final Advice - Post-trade Transparency Standards*, Outubro
- *Responses to the Commission's request for additional information in relation to the MiFID Review*, Outubro
- *Final Advice - Post-trade Transparency Standards*, Outubro
- *Final advice - Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives*, Outubro
- *Feedback statement - CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review-Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives*, Dezembro
- *Protocol on the Operation of CESR MiFID Database*, Dezembro

CESR Protecção do Investidor e Intermediários

- *Consultation paper - CESR technical advice in the context of the MiFID review –Investor Protection and Intermediaries*, Abril
- *Question and Answers - Understanding the definition of advice under MiFID*, Abril
- *Report - Inducements: good and poor practices*, Abril
- *Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members of the Investor Protection and Intermediaries Standing Committee*, Maio
- *Consultation paper - CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review – Client Categorisation*, Julho
- *CESR's Responses to Questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID*, Julho
- *CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review - Investor Protection and Intermediaries*, Julho
- *Final Advice - Client Categorisation*, Outubro
- *Responses to the Commission's request for additional information in relation to the MiFID Review*, Outubro
- *Summary of responses from investment firms and execution venues to CESR's 2009 Best Execution Questionnaire (Sections 1-4)*, Novembro



CMVM

CESR GESTÃO DE ACTIVOS

- *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, Janeiro
- *Consultation paper - CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, Abril
- *Guidelines - Common definition of European money market funds*, Maio
- *Guidelines - Methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document*, Julho
- *Guidelines - Methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, Julho
- *Consultation paper - Template for the Key Investor Information document*, Julho
- *Consultation paper - A guide to clear language and layout for the Key Investor Information document*, Julho
- *Consultation paper - Guidelines for the transition from the Simplified Prospectus to the Key Investor Information document*, Julho
- *Consultation paper - Guidelines on the selection and presentation of performance scenarios in the Key Investor Information document for structured UCITS*, Julho
- *Guidelines - Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, Julho
- *Consultation Paper: CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure for certain types of structured UCITS*, Novembro
- *CESR's template for the Key Investor Information document*, Dezembro
- *CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document*, Dezembro
- *Guidelines - Transition from the Simplified Prospectus to the Key Investor Information document*, Dezembro
- *Guidelines - Selection and presentation of performance scenarios in the Key Investor Information document (KII) for structured UCITS*, Dezembro

CESR CRAs

- *FAQ regarding the EU Regulation Credit Rating Agencies: Common positions agreed by CESR Members*, Março
- *Consultation paper - Guidance on Common Standards for Assessment of Compliance of Credit Rating Methodologies with the Requirements set out in Article 8(3)*, Maio
- *Consultation paper - Guidance on the Enforcement Practices and Activities to be Conducted under Article 21.3(a) of the Regulation*, Maio
- *Final advice - Technical Advice to the European Commission on the Equivalence between the US Regulatory and Supervisory Framework and the EU Regulatory Regime for Credit Rating Agencies*, Maio
- *Guidelines - Implementation of the Central Repository (CEREP)*, Junho



CMVM

- *Guidelines - Registration Process, Functioning of Colleges, Mediation Protocol, Information set out in Annex II, Information set for the application for Certification and for the assessment of CRAs systemic importance*, Junho
- *FAQ regarding the EU regulation on Credit Rating Agencies: Common positions agreed by CESR Members*, Junho
- *Technical Advice - The Equivalence between the Japanese Regulatory and Supervisory Framework and the EU Regulatory Regime for Credit Rating Agencies*, Junho
- *Central Repository (CEREP) reporting requirements*, Julho
- *CESR's Guidance on the enforcement practices and activities to be conducted under Article 21.3(a) of the Regulation*, Agosto
- *CESR's Guidance on common standards for assessment of compliance of credit rating methodologies with the requirements set out in Article 8.3*, Agosto
- *CESR Annual report according to article 21 of Regulation (EC) 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, Dezembro

CESR Post-Trading

Não foram produzidos documentos em 2010.

CESR-POL

- *Accepted Market Practices: Liquidity Enhancement Agreements and Purchase of own shares to set up a shares warehouse position*, Maio

CESR REVIEW PANEL

- *Peer Review of the Implementation of CESR's Guidelines to simplify the notification procedure of UCITS*, Janeiro
- *Final report: Market Abuse Directive –options and discretions*, Abril
- *Executive summary of the Report Prospectus Directive Selective Mapping*, Novembro

CESR IT Governance

- *Consultation paper on guidance to report transactions on OTC derivative instruments*, Janeiro
- *Revision protocol of the guidance to report transactions on OTC derivatives*, Outubro
- *Guidance to report transactions on OTC derivative instruments*, Outubro

CESR Análise Económica - CEMA

- *CESR Report on Trends, Risks and Vulnerabilities in Financial Markets*, Julho



CMVM

IOSCO

- *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities, Report of the Technical Committee of IOSCO, Fevereiro*
- *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities, Report of the Technical Committee of IOSCO, Abril*
- *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO, Consultation Document, Maio*
- *Guidance on the Application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC Derivatives CCPs, Report of the Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of IOSCO, Consultative Report, Maio*
- *Considerations for Trade Repositories in OTC Derivatives Markets, Report of the Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of IOSCO, Consultative Report, Maio*
- *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation, Report of the Technical Committee of IOSCO, Maio*
- *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO Report, Junho*
- *Task Force on Commodity Futures Market, Report to G-20, Report of the Technical Committee of IOSCO, Junho*
- *Transparency of Structured Finance Products, Report of the Technical Committee of IOSCO, Julho*
- *Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO Report, Julho*
- *FR07/10 OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets - Final Report, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, Julho*
- *CR04/10 Intermediary Internal Controls Associated with Price Verification of Structured Finance Products and Regulatory Approaches to Liquidity Risk Management, Report of the Technical Committee of IOSCO, Consultation Document, Agosto*
- *FR08/10 Principles for Direct Electronic Access to Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO, Agosto*
- *FR09/10 Effectiveness of Market Interventions in Emerging Markets, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, Outubro*
- *FR10/10 Securitization and Securitized Debt Instruments in Emerging Markets, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, Outubro*
- *Developments in Modelling Risk Aggregation, Joint Forum (IOSCO, BCBS and IAIS), Outubro*
- *CR05/10 Issues Raised by Dark Liquidity, Report of the Technical Committee of IOSCO, Outubro*
- *MS05/10 Comments Received in Response to Consultation Reports on Issues Pertaining to the Audit of Publicly Listed Companies - Comment Letters, Report of the Technical Committee of IOSCO, Outubro*



CMVM

- *MS06/10 Non-Professional Ownership Structures for Audit Firms Consultation Report - Comment Letters, Report of the Technical Committee of IOSCO, Outubro*
- *OR07/10 Transparency of Firms that Audit Public Companies Consultation Report - Comment Letters, Report of the Technical Committee of IOSCO, Outubro*
- *OR08/10 Task Force on Commodity Futures Markets Report to the G-20, Report of the Technical Committee of IOSCO, Novembro*
- *FR11/10 Private Equity Conflicts of Interest, Report of the Technical Committee of IOSCO, Novembro*
- *FR12/10 Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, Novembro*

COMISSÃO EUROPEIA

- *Report on the operation of the Directive 2004/109/EC and Public consultation document on possible ways forward to modernise the transparency regime for listed companies, Maio*
- *Public Consultation on a Revision of the Market Abuse Directive (MAD), Junho*
- *Public Consultation on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps, Junho*
- *Public Consultation on Derivatives and Market Infrastructures, Junho*
- *Proposal to amend Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies, Junho*
- *Proposal to amend Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor-compensation schemes, Julho*
- *Commission Decision on the recognition of the legal and supervisory framework of Japan as equivalent to the requirements of Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies, Setembro*
- *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps, Setembro*
- *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, Setembro*
- *Study on the Costs and Benefits of Potential Changes to Distribution Rules for Insurance Investment Products and other Non-MIFID Packaged Retail Investment Products Final Report, Setembro*
- *Consultation on Credit Rating Agencies (CRAs), new initiatives, Novembro*
- *Consultation on the review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), Dezembro*



CMVM

BANCO CENTRAL EUROPEU

- *Article, Monthly Bulletin, January 2010, pp 73-84, The ECB's relations with European Union institutions and bodies – trends and prospects, Janeiro*
- *Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future “EU 2020” strategy, Janeiro*
- *Recent advances in modelling systemic risk using network analysis, Janeiro*
- *Article, Monthly Bulletin, February 2010, pp 67-79, Euro repo markets and the financial market turmoil, Fevereiro*
- *Commission communication to 'An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector': Eurosystem's reply to the public consultation, Fevereiro*
- *The “Centralised Securities DataBase”, Fevereiro*
- *Report on the lessons learned from the financial crisis with regard to the functioning of European financial market infrastructures, Abril*
- *Financial integration in Europe, Abril*
- *Financial Stability Review June 2010, Maio*
- *Investors with too many options? (Working Paper No. 1197), by Daniel Dorn, Maio*
- *Booms and busts in China's stock market: Estimates based on fundamentals (Working Paper No. 1190), by Gabe de Bondt, Tuomas A. Peltonen and Daniel Santabárbara, Maio*
- *TARGET Annual Report 2009, Maio*
- *Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges? (Working Paper No. 1201), by Iftekhar Hasan, Heiko Schmiedel and Liang Song, Junho*
- *Financial regulation, financial globalization and the synchronization of economic activity (Working Paper No. 1221), by Sebnem Kalemli-Ozcan, Elias Papaioannou and José-Luis Peydró, Julho*
- *European Commission's public consultation on derivatives and market infrastructures - Eurosystem contribution, Julho*
- *Securities clearing and settlement in China: markets, infrastructures and policy-making (Occasional Paper No. 116), by Patrick Hess, Julho*
- *The impact of the global financial turmoil and recession on Mediterranean countries' economies (Occasional Paper No. 118), by Michael Sturm and Nicolas Sauter, Agosto*
- *Article, Monthly Bulletin, August 2010, pp 109-122, Harmonised ECB statistics on euro area investment funds and their analytical use for monetary policy purposes, Agosto*
- *The impact of monetary policy shocks on commodity prices (Working Paper No. 1232), by Alessio Anzuini, Marco J. Lombardi and Patrizio Pagano, Agosto*
- *Commission public consultation on short selling - Eurosystem reply, Agosto*



CMVM

- *The payment system – payments, securities and derivatives, and the role of the Eurosystem in this field*, Setembro

OCDE

- *Assessing the Impact of Regulatory Management Systems*, 17.05.2010
- *Successful Practices and Policies to Promote Regulatory Reform and Entrepreneurship at the Sub-national Level*, 01.04.2010
- *The German Banking System: Lessons from the Financial Crisis*, 1.07.2010
- *China's Financial Sector Reforms*, 1.02.2010
- *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*, 12.10.2010

UNIDROIT

- *UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities*

FMI

- *Working Paper No. 10/286: Bank Capital: Lessons from the Financial Crisis*
- *Working Paper No. 10/281: Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs Financial Stress*
- *Working Paper No. 10/265: What Caused the Global Financial Crisis - Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999 - 2007*
- *Working Paper No. 10/266: Financial Innovation and Risk, The Role of Information*
- *Working Paper No. 10/263: A New Index of Currency Mismatch and Systemic Risk*
- *Working Paper No. 10/190: Price of Risk - Recent Evidence from Large Financials*
- *Working Paper No. 10/184: Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields*
- *Working Paper No. 10/171: The Cross-Country Incidence of the Global Crisis*
- *Working Paper No. 10/153: The Fundamental Determinants of Credit Default Risk for European Large Complex Financial Institutions*
- *Working Paper No. 10/150: Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis*
- *Working Paper No. 10/145: Can You Map Global Financial Stability?*
- *Working Paper No. 10/120: Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals?*
- *Working Paper No. 10/107: Balance Sheet Network Analysis of Too-Connected-to-Fail Risk in Global and Domestic Banking Systems*
- *Working Paper No. 10/105: Cross-Border Financial Surveillance: A Network Perspective*
- *Working Paper No. 10/99: Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market*



CMVM

- *Working Paper No. 10/98: Regulatory Capital Charges for Too-Connected-to-Fail Institutions: A Practical Proposal*
- *Working Paper No. 10/74: Asset Securitization and Optimal Retention*
- *Working Paper No. 10/44: Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis*
- *Working Paper No. 10/29: Systemic Risks and the Macroeconomy*
- *Working Paper No. 10/18: Responding to Banking Crises: Lessons from Cross-Country Evidence*

FINANCIAL STABILITY BOARD

- *FSB launches initiative to promote global adherence to cooperation and information exchange standards, Março*
- *FSB Thematic Review on Compensation, Março*
- *Progress since the St Andrews meeting in Implementing the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Abril*
- *Letter to G20 Ministers and Governors on Progress on the Global Regulatory Reform Agenda, Abril*
- *Progress Report on The Financial Crisis and Information Gaps, Maio*
- *Ongoing and Recent Work Relevant to Sound Financial Systems, Junho*
- *FSB Overview report on progress for G20 Leaders June 2010, Junho*
- *IADI-IMF Update on Unwinding Temporary Deposit Insurance Arrangements, Julho*
- *Report by the Macroeconomic Assessment Group, Agosto*
- *FSB Report on Implementing OTC Derivatives Market Reforms, Outubro*
- *FSB Report on Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Outubro*
- *FSB report on Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision, Novembro*
- *FSB report on Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions, Novembro*
- *FSB Letter to G20 Leaders on Progress of Financial Regulatory Reforms, Novembro*
Progress since the Washington Summit in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Novembro

INSTITUTO IBERO-AMERICANO DE MERCADOS DE VALORES

- *Actualización del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica*
- *Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica*

ECGI

- *Managerial remuneration and disciplining in the UK: A tale of two governance regimes, Finance Working Paper No. 301/2010*



CMVM

- *Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets, Finance Working Paper No. 300/2010*
- *Insider Trading, Option Exercises and Private Benefits of Control, Finance Working Paper No. 299/2010*
- *Self-expropriation versus self-interest in dual-class voting: the Pirelli case study, Finance Working Paper 294/2010*
- *Where Do Firms Issue Debt?, Finance Working Paper No. 292/2010*
- *Restricting CEO Pay, Finance Working Paper No. 291/2010*
- *Boards of Banks, Finance Working Paper No. 289/2010*
- *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008, Finance Working Paper No. 287/2010*
- *Host's Dilemma: Rethinking EU Banking Regulation in Light of the Global Crisis, and the Costs of Expropriation, Finance Working Paper No. 286/2010*
- *Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking, Finance Working Paper No. 285/2010*
- *Hedge Fund Activism in Europe, Finance Working Paper No. 281/2010*
- *Comply or explain? Investor protection through Corporate Governance Codes, Finance Working Paper No. 278/2010*
- *Shareholders and Stakeholders: How do Directors Decide, Finance Working Paper No. 276/2010*
- *Institutional Investors as Minority Shareholders, Law Working Paper No. 172/2010*
- *The Governance of Financial Supervisors: Improving Responsiveness to Market Developments, Law Working Paper No. 171/2010*
- *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices. An Analysis of Executive Pay at European Banks, Law Working Paper No. 169/2010*
- *Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance, Law Working Paper No. 168/2010*
- *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly, Law Working Paper No. 162/2010*
- *The Risks of Corporate Legal Principles of Risk Management, Law Working Paper No. 160/2010*
- *Regulating Multinational Banks in Europe: An Assessment of the New Supervisory Framework, Law Working Paper No. 158/2010*
- *Different Approaches to Corporate Reporting Regulation: How Jurisdictions Differ and Why, Law Working Paper No. 156/2010*



CMVM

- *Auditors' Multi-Layered Liability Regime, Law Working Paper No. 155/2010*
- *The European Private Company (SPE): Uniformity, Flexibility, Competition and the Persistence of National Laws, Law Working Paper No. 154/2010*
- *System and Evolution in Corporate Governance, Law Working Paper No. 150/2010*
- *New Trends in the Regulation of Executive Remuneration, Law Working Paper No. 142/2010*
- *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?, Law Working Paper No. 141/2010*



CMVM

ANEXO 4

INFORMAÇÃO ESTATÍSTICA

Quadro Anexo 1 – Índices Accionistas de Mercados de Valores Mobiliários Europeus	272
Quadro Anexo 2 – Detalhe dos Relatórios dos Auditores Analisados por Tipo de Intermediário Financeiro.....	273
Quadro Anexo 3 – Distribuição por Tipo de Intermediário Financeiro da Opinião Emitida pelos Auditores no Relatório que Atesta a Salvaguarda dos Bens de Clientes	273
Quadro Anexo 4 – Auditores que Emitiram Relatório que Atesta a	273
Quadro Anexo 5 – Emitentes Obrigados à Prestação de Informação Anual	274
Quadro Anexo 6 – Entidades que Prestam Contas Trimestrais e Semestrais	274
Quadro Anexo 7 – Emissões de Acções por Sociedades Abertas, por Tipo de Acções	274
Quadro Anexo 8 – Emissões de Acções por Sociedades Abertas, por Tipo de Ofertas	274
Quadro Anexo 9 – Mercado Primário de Obrigações, por Tipo de Oferta	275
Quadro Anexo 10 – Índices Accionistas	275
Quadro Anexo 11 – Índices Sectoriais de Acções	276
Quadro Anexo 12 – Volume de Transacções na <i>Euronext Lisbon</i>	277
Quadro Anexo 13 – Distribuição Sectorial das Transacções e da Capitalização Bolsista de Acções ..	278
Quadro Anexo 14 – Valores Transaccionados em Acções em Bolsas de Valores da Europa	279
Quadro Anexo 15 – Valores Transaccionados em Obrigações em Bolsas de Valores da Europa	280
Quadro Anexo 16 – Valores Mobiliários Admitidos no Mercado da <i>Euronext Lisbon</i>	281
Quadro Anexo 17 - Valores Mobiliários Excluídos no Mercado da <i>Euronext Lisbon</i>	281
Quadro Anexo 18 - Suspensões de Negociação de Valores Mobiliários.....	281
Quadro Anexo 19 - Transacções em Contratos de Futuros	282
Quadro Anexo 20 - Valores Mobiliários Integrados na Central de Valores Mobiliários	283
Quadro Anexo 21 - Liquidações através da Central de Valores Mobiliários	284
Quadro Anexo 22 - Negociação de futuros no OMIP - Contratos de Futuros.....	285
Quadro Anexo 23 - Valor das Ordens Recebidas por Canal de Recepção	285
Quadro Anexo 24 - Valores das Ordens Executadas no Mercado a Contado por Conta de Outrem,...	286
Quadro Anexo 25 - Valor das Ordens Recebidas: Corretagem Online	287
Quadro Anexo 26 - Valor das Ordens Executadas em Acções.....	288
Quadro Anexo 27 - Valor das Ordens Executadas em Futuros	288
Quadro Anexo 28 - Peso do <i>Day-Trading</i> na <i>Euronext Lisbon</i>	289
Quadro Anexo 29 - Custodiantes de Valores Mobiliários	290
Quadro Anexo 30 - Valores Geridos de OICVM e FEI por Entidade Gestora.....	291
Quadro Anexo 31 – OICVM e Fundos Especiais de Investimento: Peso por Tipo de Activos na Respectiva Capitalização da <i>Euronext Lisbon</i>	291
Quadro Anexo 32 – Produtos do Sector Bancário e Segurador	292
Quadro Anexo 33 – Comercialização de OICVM Estrangeiros em Portugal.....	292
Quadro Anexo 34 - Valor dos OICVM Estrangeiros em Portugal, por Entidade.....	292
Quadro Anexo 35 - Valores Geridos por Entidade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário ..	293
Quadro Anexo 36 – indicadores Agregados dos FTC	294
Quadro Anexo 37 – Entidades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco.....	295



CMVM

Quadro Anexo 38 – Valores Geridos por Entidades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco	296
Quadro Anexo 39 – Investimentos das SCR por CAE	297
Quadro Anexo 40 – Investimentos dos FCR por CAE	297
Quadro Anexo 41 – Intermediários Financeiros Registados na CMVM	298
Quadro Anexo 42 – Entidades Gestoras de Carteira por Conta de Outrem (em exercício)	298
Quadro Anexo 43 – Registo de Actividades de Intermediação Financeira	299
Quadro Anexo 44 – Processos Administrativos de Fundos de Investimento em 2010	300
Quadro Anexo 45 – Recepção de Ordens <i>On-line</i>	300
Quadro Anexo 46 – Comercialização de fundos de investimento <i>On-line</i>	301
Quadro Anexo 47 – Recomendações de Investimento por Intermediário Financeiro	301
Quadro Anexo 48 – Cinco Principais Emitentes Objecto de Recomendações de Investimento	301
Quadro Anexo 49 – Número de Comunicações Efectuadas por Emitentes através do Site da CMVM	302
Quadro Anexo 50 – Número de Comunicações Efectuadas por Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento através do Site da CMVM	303
Quadro Anexo 51 - Consultas ao Sítio da CMVM relativas à Transparência dos Custos de Intermediação Financeira e de Gestão de Fundos de Investimento	303
Quadro Anexo 52 – Consultas Públicas	304
Quadro Anexo 53 – Situação Geral dos Processo de Reclamação	304
Quadro Anexo 54 – Súmula dos Principais Assuntos Versados nos Processo de Reclamação	305
Quadro Anexo 55 – Entidades Reclamadas	305
Quadro Anexo 56 – Opiniões dos Auditores em Relação às Contas Anuais de 2009	306



CMVM

ANEXO 4A – O MERCADO PORTUGUÊS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Quadro Anexo 1 – Índices Accionistas de Mercados de Valores Mobiliários Europeus

(Variação da Cotação do Índice em Percentagem)

	2008	2009	2010				2010
			1º trim	2º trim.	3º trim.	4º trim	
Grécia (ASE 20)	-65,5	22,9	-5,9	-30,6	2,6	-3,9	-35,6
Espanha (IBEX30)	-39,4	29,8	-9,0	-14,8	13,5	-6,2	-17,4
Itália (MIB40)	-49,5	19,5	-1,7	-15,5	6,2	-1,6	-13,2
Eslováquia (SKSM7)	-19,4	-25,7	-8,2	-12,8	8,8	-0,9	-13,7
Roménia (BET 10)	-70,5	61,7	27,2	-20,5	12,5	-1,3	12,3
Bulgária (SOFIX15)	-79,7	19,1	-1,4	-11,5	3,8	-6,4	-15,2
CEESEG Hungria (BUX 12)	-53,3	73,4	14,2	-13,2	10,4	-8,2	0,5
CEESEG Eslovénia (SVSM 15)	-67,5	10,4	64,1	-19,3	3,3	24,4	-19,5
CEESEG República Checa (PX 13)	-52,7	30,2	7,1	-7,8	2,5	8,2	9,6
CEESEG Áustria (ATX 20)	-61,2	42,5	5,5	-13,5	11,5	14,3	16,4
Chipre (CYSMMAPA)	-77,2	45,0	-6,5	-28,6	16,9	-15,4	-33,9
Alemanha (DAX40)	-40,4	23,8	3,3	-3,1	4,4	11,0	16,1
ENX Bélgica (BEL20)	-53,8	31,6	5,4	-9,9	8,5	-0,4	2,7
ENX França (CAC40)	-42,7	22,3	1,0	-13,4	7,9	2,4	-3,3
ENX Holanda (AEX 25)	-52,3	36,3	2,7	-8,0	5,5	6,0	5,7
ENX Portugal (PSI20)	-51,3	33,5	-4,3	-12,8	6,3	1,1	-10,3
Irlanda (ISEQ 56)	-66,2	27,0	6,8	-9,4	-7,0	7,8	-3,0
London Stock Exchange (FTSE100)	-31,3	22,1	4,9	-13,4	12,8	6,3	9,0
Luxemburgo (LUXXX 10)	-59,5	39,8	12,5	-10,3	4,4	6,7	12,4
Malta (MALTEX 19)	-35,0	7,9	2,6	-5,2	0,6	11,7	9,3
OMX NORDIC Dinamarca (KFX 20)	-46,6	35,9	13,8	2,6	6,1	9,7	35,9
OMX NORDIC Finlândia (HEX25)	-53,4	19,5	13,0	-14,3	13,5	18,7	18,7
OMX NORDIC Islândia (ICEXI 10)	-90,0	-14,7	15,7	-2,4	2,1	-0,5	14,6
OMX NORDIC Suécia (OMX 30)	-38,8	43,7	7,3	-1,5	8,1	6,2	21,4
OMX BALTIC Estónia (OMXETHPI 30)	n.d.	45,7	8,1	-1,3	7,8	7,5	23,6
OMX BALTIC Letónia (RIGSE 32)	-54,4	2,8	15,0	9,2	14,3	-1,7	41,1
OMX BALTIC Lituânia (VILSE 30)	-65,1	46,0	20,1	-2,8	17,8	13,9	56,5
Noruega (OBX 25)	-52,8	70,4	1,0	-12,6	16,9	14,4	18,0
Polónia (WIG20)	-51,1	46,9	6,2	-7,2	14,8	5,0	18,8
Suiça (SMI 20)	-34,8	18,3	5,0	-10,8	2,7	2,2	-1,7

Fonte: Bloomberg



CMVM

Quadro Anexo 2 – Detalhe dos Relatórios dos Auditores Analisados por Tipo de Intermediário Financeiro

Relatórios/ Tipo de intermediário financeiro	Ano de 2008	Ano de 2009
Instituições de Crédito	32	31
Nacionais	30	29
Sucursais	2	2
Empresas de Investimento	21	21
Soc. Gest. Patrimónios	12	12
Soc. Corretoras	6	6
Soc. Fin. Corretagem	3	3
Gestoras de Fundos	12	12
Total	65	64

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 3 – Distribuição por Tipo de Intermediário Financeiro da Opinião Emitida pelos Auditores no Relatório que Atesta a Salvaguarda dos Bens de Clientes

Tipo de intermediário financeiro	Cumpre	%	Não cumpre	%	Total	%
Instituições de Crédito	10	16%	21	33%	31	48%
Sociedades Gestoras de Patrimónios	8	13%	4	6%	12	19%
Sociedades Corretoras	3	5%	3	5%	6	9%
Sociedades Financeiras de Corretagem	3	5%	0	0%	3	5%
Sociedades Gestoras de Fundos	3	5%	9	14%	12	19%
Total	27	42%	37	58%	64	100%

Fonte: CMVM

Quadro Anexo 4 – Auditores que Emitiram Relatório que Atesta a

Salvaguarda dos Bens de Clientes

Auditores	2010	%
Deloitte & Associados - SROC	19	30%
KPMG & Associados - SROC	10	16%
PriceWaterhouseCoopers & Associados - SROC	6	9%
Ernst & Young	8	13%
Auditores Nacionais - SROC (1)	19	30%
Auditores Nacionais - ROC	2	3%
Total	64	100%

Fonte: CMVM

Nota: (1) Não associadas a empresas internacionais de auditoria denominadas *Big Four*.



CMVM

Quadro Anexo 5 – Emitentes Obrigados à Prestação de Informação Anual

Grupo	Designação	2009	2010
A	Entidades com acções admitidas à negociação no <i>Euronext Lisbon</i>	50	49
B	Entidades com obrigações, <i>warrants</i> e certificados admitidos à negociação na <i>Euronext Lisbon</i>	11	11
TOTAL		61	60

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 6 – Entidades que Prestam Contas Trimestrais e Semestrais

Mercado	Nº Empresas
Primeiro Trimestre	49
Acções <i>Euronext Lisbon</i>	49
TOTAL	
Terceiro Trimestre	49
Acções <i>Euronext Lisbon</i>	49
TOTAL	
Primeiro Semestre	59
Entidades com acções admitidas à negociação no <i>Euronext Lisbon</i>	49
Entidades com obrigações, <i>warrants</i> e certificados admitidos à negociação no <i>Euronext Lisbon</i>	10
TOTAL	

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 7 – Emissões de Acções por Sociedades Abertas, por Tipo de Acções

Unidade: 10⁶ Euro

Natureza dos Valores	2008		2009		2010	
	Nº Emissões	Valor	Nº Emissões	Valor	Nº Emissões	Valor
Acções Ordinárias	23	2.377	17	818	17	250
Acções Preferenciais Sem Voto	0	0	0	0		
TOTAL	23	2.377	17	818	17	250

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 8 – Emissões de Acções por Sociedades Abertas, por Tipo de Ofertas

Tipo de Ofertas	Nº Ofertas Subscrição	Valor
Pública	16	237
Particular	1	13
TOTAL	17	250

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 9 – Mercado Primário de Obrigações, por Tipo de Oferta

Unidade: 10⁶ Euro

Tipo de Ofertas	Nº de Emissões	Valor
Particular	168	36.012
Pública	339	9.901
TOTAL	507	45.913

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 10 – Índices Accionistas

Índices Accionistas	2008	Data	2009	Data	2010	Data
Índice PSI Geral (Base: 88/01/05=1000)						
Primeiro	4.083,68	2-Jan	2.102,39	2-Jan	2.944,83	4-Jan
Último	2.073,59	31-Dez	2.902,26	31-Dez	2.721,99	31-Dez
Máximo	4.083,68	02-Jan	3.013,17	14-Out	3.020,92	8-Jan
Mínimo	1.907,82	27-Out	1.921,76	3-Mar	2.327,30	7-Mai
Varição homóloga (%)	-49,7%		40,0%		-6,2%	
Amplitude de Varição no ano (%)	114,0%		56,8%		29,8%	
Índice PSI-20 Total Return (Base: 92/12/31=3 000)						
Primeiro	19.840,12	2-Jan	10.227,70	2-Jan	14.257,30	4-Jan
Último	10.090,58	31-Dez	14.027,58	31-Dez	13.104,50	31-Dez
Máximo	19.840,12	2-Jan	14.721,74	19-Out	14.650,60	8-Jan
Mínimo	9.231,98	27-Out	9.129,01	9-Mar	11.125,50	7-Mai
Varição homóloga (%)	-49,6%		39,0%		-6,6%	
Amplitude de Varição no ano (%)	114,9%		61,3%		31,7%	
Índice PSI-20 (Base: 92/12/31=3 000)						
Primeiro	12.892,73	2-Jan	6.427,51	2-Jan	8.602,44	4-Jan
Último	6.341,34	31-Dez	8.463,85	31-Dez	7.588,31	31-Dez
Máximo	12.892,73	2-Jan	8.882,69	19-Out	8.839,75	8-Jan
Mínimo	5.801,76	27-Out	5.743,09	3-Mar	6.624,29	7-Mai
Varição homóloga (%)	-51,3%		33,5%		-10,3%	
Amplitude de Varição no ano (%)	122,2%		54,7%		33,4%	

Fonte: Euronext Lisbon. Nota: Baseado em cotações de Fecho.



CMVM

Quadro Anexo 11 – Índices Sectoriais de Acções

	Fecho 2009	Máximo 2010		Mínimo 2010		Fecho 2010	Var %
	Valor	Valor	data	Valor	data	Valor	(2009-10)
PSI Geral	2.902,26	3.020,92	08-01-2010	2.327,30	07-05-2010	2.721,99	-0,06
Índices Sectoriais PSI							
Materiais de Base	1.185,64	1.470,21	29-12-2010	1.095,12	25-02-2010	1.449,79	22,28
Indústria	1.277,10	1.319,12	11-01-2010	880,83	25-05-2010	987,86	-22,65
Bens de Consumo	793,68	842,52	16-12-2010	676,72	24-09-2010	829,88	4,56
Serviços de Consumo	1.203,72	1.643,93	08-12-2010	1.066,23	07-05-2010	1.535,26	27,54
Telecomunicações	1.497,89	1.964,15	03-11-2010	1.124,16	07-05-2010	1.710,09	14,17
Serviços	1.457,61	1.504,35	08-01-2010	1.097,79	29-11-2010	1.158,52	-20,52
Financeiras	641,44	693,43	08-01-2010	449,03	30-11-2010	449,39	-29,94
Tecnologia	616,68	612,91	14-01-2010	423,67	31-12-2010	423,67	-31,30

Fonte: Euronext Lisbon.

Nota: Esta é a actual classificação sectorial utilizada em todas as localizações do Grupo Euronext (ICB).



CMVM

Quadro Anexo 12 – Volume de Transacções na Euronext Lisbon

Unidade: 10⁶ Euro

Segmentos	2008		2009		2010	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
<i>Eurolist by Euronext Lisbon</i>	55.861,4	96,3	32.223,7	97,8	41.091,9	98,0
Obrigações da Dívida Pública	14,9	0,0	11,4	0,0	66,0	0,2
Outros Fundos Públicos e Equiparados	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obrigações Diversas	577,2	1,0	293,5	0,9	302,2	0,7
Acções	54.894,1	94,6	31.789,1	96,5	40.696,1	97,0
Dir. Subscrição Acções	308,1	0,5	128,6	0,4	0,0	0,0
Dir. Incorporação Acções	4,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Dir. Cisão Acções	56,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de Participação	1,6	0,0	0,2	0,0	2,6	0,0
Unidades de Participação em Fundos Mobiliários	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Unidades de Participação em Fundos Imobiliários	0,4	0,0	0,8	0,0	0,8	0,0
Warrants Autónomos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Warrants Estruturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Warrants Destacados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Certificados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Certificados Estruturados	4,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Reverse Convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VMOC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Credit Linked Notes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ETF's	0,1	0,0	0,0	0,0	24,0	0,1
Segundo Mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obrigações Diversas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acções	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sessões Especiais de Bolsa ^(*)	378,2	0,7	13,8	0,0	374,3	0,9
Total Mercado Regulamentado	56.239,6	97,0	32.237,5	97,9	41.466,2	98,8
Mercado Sem Cotações	0,6	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Obrigações Diversas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acções	0,6	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Warrants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EasyNext Lisbon	1.762,7	3,0	694,1	2,1	485,1	1,2
EasyNext Bonds	66,2	0,1	90,0	0,3	214,8	0,5
EasyNext Equities	0,0	0,0	0,3	0,0	0,9	0,0
Warrants Autónomos	1.695,3	2,9	603,8	1,8	242,7	0,6
Certificados	1,2	0,0	0,0	0,0	26,7	0,1
Total Mercado Não Regulamentado	1.763,3	3,0	694,6	2,1	485,1	1,2
Total Geral	58.002,9	100,0	32.932,1	100,0	41.951,3	100,0

Fonte: Euronext Lisbon.

Legenda: ^(*) Não inclui operações da Sociedade Cabo-Verdiana de Tabacos, SA.



CMVM

Quadro Anexo 13 – Distribuição Sectorial das Transacções e da Capitalização Bolsista de Acções

Sectores de Actividade	2009				2010			
	Valor das Transacções	%	Capitalização Bolsista	%	Valor das Transacções	%	Capitalização Bolsista	%
Indústrias Petrolíferas e de Gás	4.071,3	12,8	9.315,7	5,4	5.362,2	13,2	11.058,6	8,3
Indústrias Químicas	0,4	0,0	24,8	0,0	0,1	0,0	18,6	0,0
Papel	421,5	1,3	1.422,9	0,8	310,1	0,8	1.803,1	1,4
Aço	3,1	0,0	23,1	0,0	1,0	0,0	18,7	0,0
Construção e Materiais de Construção	1.695,7	5,3	5.599,0	3,2	1.170,6	2,9	4.654,2	3,5
Construção Pesada	751,5	2,4	1.444,7	0,8	443,6	1,1	739,7	0,6
Contentores e Embalagens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produtos Industriais Diversos	385,4	1,2	743,8	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Equipamento Electrónico	0,0	0,0	0,0	0,0	585,7	1,4	497,2	0,4
Veículos Comerciais e Camiões	0,2	0,0	145,6	0,1	0,1	0,0	87,2	0,1
Transportes Marítimos	1,5	0,0	23,5	0,0	2,2	0,0	24,1	0,0
Serviços de Transporte	1.171,2	3,7	4.308,0	2,5	1.419,5	3,5	3.131,4	2,4
Serviços de Apoio ao Negócio	1,5	0,0	14,9	0,0	0,4	0,0	9,3	0,0
Bebidas - Destilarias e Produtores de Vinho	16,2	0,1	125,0	0,1	30,8	0,1	154,3	0,1
Refrigerantes	0,8	0,0	147,1	0,1	2,8	0,0	148,1	0,1
Artigos Domésticos Duradouros	3,8	0,0	6,7	0,0	0,6	0,0	86,2	0,1
Distribuição Alimentar	3.119,1	9,8	6.135,6	3,6	3.444,4	8,5	8.733,9	6,6
Retailistas Especializados	6,4	0,0	220,7	0,1	3,6	0,0	86,6	0,1
Televisão, Rádio e Entretenimento	798,2	2,5	1.994,0	1,2	569,4	1,4	1.283,0	1,0
Edição	33,0	0,1	108,7	0,1	12,3	0,0	70,8	0,1
Jogo	0,6	0,0	43,4	0,0	0,1	0,0	35,9	0,0
Serviços Recreativos	3,8	0,0	85,1	0,0	4,6	0,0	50,6	0,0
Restaurantes e Bares	14,1	0,0	184,2	0,1	22,7	0,1	162,0	0,1
Telecomunicações Fixas	5.382,2	16,9	7.638,3	4,4	10.673,0	26,2	7.512,8	5,7
Telecomunicações Móveis	247,8	0,8	707,6	0,4	179,9	0,4	494,4	0,4
Electricidade	5.117,3	16,1	9.125,8	5,3	6.298,6	15,5	7.314,1	5,5
Electricidade Alternativa	1.652,0	5,2	5.783,4	3,4	1.547,9	3,8	3.783,2	2,8
Multiutilidades	235,4	0,7	785,0	0,5	128,4	0,3	675,1	0,5
Banca	6.371,7	20,0	114.489,3	66,4	8.289,5	20,4	79.373,5	59,7
Serviços Financeiros Especializados	139,3	0,4	1.375,1	0,8	136,8	0,3	735,6	0,6
Serviços Informáticos	143,9	0,5	283,5	0,2	55,4	0,1	190,9	0,1
TOTAL	31.789,1	100,0	172.304,6	100,0	40.696,2	100,0	132.933,2	100,0

Fonte: Euronext Lisbon.

Nota 1: Distribuição sectorial de acordo com a classificação ICB "Industry Classification Benchmark".

Nota 2: O total do volume de transacções não coincide com o apresentado no Quadro 24, uma vez que na distribuição sectorial não está incluído o volume de transacções do mercado sem cotações.



CMVM

Quadro Anexo 14 – Valores Transaccionados em Acções em Bolsas de Valores da Europa

Unidade: 10⁶ Euro

Bolsas de Valores	Jan-Dez 09	Jan-Dez 10	Δ % (2010/09)
Athens Exchange (Grécia)	41.341,2	32.564,1	-21,23
BME - Spanish Exchanges (Espanha)	891.346,4	1.031.318,1	15,70
Borsa Italiana (Itália)	673.141,9	748.192,8	11,15
Bratislava Stock Exchange (Eslováquia)	3,1	21,6	596,77
Bucharest Stock Exchange (Roménia)	563,9	542,3	-3,83
Bulgarian Stock Exchange (Bulgária)	339,5	280,9	-17,26
Boerse Stuttgart	8.208,1	10.401,3	26,72
CEE Stock Exchange Group (CEESEG) ⁽³⁾	68.226,9	72.359,1	6,06
CEESEG - Budapeste (Hungria)	18.412,5	19.925,4	8,22
CEESEG - Ljubljana (Eslovénia)	719,9	360,8	-49,88
CEESEG - Prague (Rep. Checa)	13.192,2	15.258,2	15,66
CEESEG - Vienna (Áustria)	35.902,3	36.814,7	2,54
Cyprus Stock Exchange (Chipre)	1.227,6	553,5	-54,91
Deutsche Börse (Alemanha)	976.176,5	1.236.939,5	26,71
Nyse Euronext ⁽¹⁾	1.395.577,7	1.644.685,0	17,85
Euronext Amsterdam (Holanda)	396.856,3	435.432,8	9,72
Euronext Brussels (Bélgica)	87.839,1	81.804,4	-6,87
Euronext Lisbon (Portugal)	32.038,5	40.708,1	27,06
Euronext Paris (França)	965.653,4	1.086.739,7	12,54
Irish Stock Exchange (Irlanda)	7.011,2	6.752,0	-3,70
London Stock Exchange (Reino Unido)	1.316.199,9	1.386.707,6	5,36
Luxembourg Stock Exchange (Luxemburgo)	195,8	163,1	-16,70
Malta Stock Exchange (Malta)	25,4	36,2	42,52
NASDAQ OMX ⁽²⁾	466.867,6	568.050,4	21,67
Oslo Børs (Noruega)	163.642,8	198.753,0	21,46
SIX Swiss Exchange (Suíça)	529.887,9	595.339,4	12,35
Warsaw Stock Exchange (Polónia)	37.613,9	52.255,9	38,93

Fonte: FESE, Euronext, Borsa Italiana e LSE.

Legenda: (1) Apenas de acções admitidas ao Eurolist; (2) OMX inclui as Bolsas de Valores de Copenhaga, Estocolmo, Helsínquia, Islândia, Riga, Tallin e Vilnius; (3) CEESEG (CEE Stock Exchange Group) inclui as Bolsas de Valores da Hungria, Eslovénia, Rep. Checa e Áustria.



CMVM

Quadro Anexo 15 – Valores Transaccionados em Obrigações em Bolsas de Valores da Europa

Unidade: 10⁶ Euro

Bolsas de Valores	Jan-Dez 09	Jan-Dez 10	Δ % (2010-09)
Athens Exchange (Grécia)	19,0	15,6	-17,89
BME - Spanish Exchanges (Espanha)	136.852,0	237.552,0	73,58
Borsa Italiana (Itália)	230.655,7	227.906,6	-1,19
Bratislava Stock Exchange (Eslováquia)	702,1	54,9	-92,18
Bucharest Stock Exchange (Roménia)	181,8	150,4	-17,27
Bulgarian Stock Exchange (Bulgária)	86,0	60,3	-29,88
Boerse Stuttgart	38.483,0	26.887,3	-30,13
CEE Stock Exchange Group (CEESEG) (3)	2.138,5	1.983,8	-7,23
CEESEG - Budapeste (Hungria)	1.008,1	804,7	-20,18
CEESEG - Ljubljana (Eslovénia)	156,3	108,8	-30,39
CEESEG - Prague (Rep. Checa)	0,8	0,2	-75,00
CEESEG - Vienna (Áustria)	973,3	1.070,1	9,95
Cyprus Stock Exchange (Chipre)	9,3	17,8	91,40
Deutsche Börse (Alemanha)	57.405,9	18.402,9	-67,94
Nyse Euronext (1)	87.788,0	20.546,0	-76,60
Euronext Amsterdam (Holanda)	8.207,0	7.186,0	-12,44
Euronext Brussels (Bélgica)	235,0	226,0	-3,83
Euronext Lisbon (Portugal)	400,0	588,0	47,00
Euronext Paris (França)	78.946,0	12.546,0	-84,11
Irish Stock Exchange (Irlanda)	0,0	0,0	-
London Stock Exchange (Reino Unido)	0,0	0,0	-
Luxembourg Stock Exchange (Luxemburgo)	56,8	55,0	-3,17
Malta Stock Exchange (Malta)	527,0	478,6	-9,18
NASDAQ OMX (2)	12.902,4	6.603,7	-48,82
Oslo Børs (Noruega)	234,0	11.935,6	5000,68
SIX Swiss Exchange (Suíça)	3.323,5	32.029,2	863,72
Warsaw Stock Exchange (Polónia)	335,4	319,6	-4,7

Fonte: FESE, Euronext e Borsa Italiana

Legenda: (1) Apenas de acções admitidas ao Eurolist; (2) OMX inclui as Bolsas de Valores de Copenhaga, Estocolmo, Helsínquia, Islândia, Riga, Tallin e Vilnius; (3) CEESEG (CEE Stock Exchange Group) inclui as Bolsas de Valores da Hungria, Eslovénia, Rep. Checa e Austria.



CMVM

Quadro Anexo 16 – Valores Mobiliários Admitidos no Mercado da Euronext Lisbon

	Número de Admissões	
	<i>Eurolist by Euronext Lisbon</i>	<i>EasyNext Lisbon</i>
Acções	1	0
Obrigações	88	1
Papel Comercial	306	0
Títulos de Participação	0	0
Unidades de Participação	1	0
<i>Warrants</i> Autónomos	0	1.329
<i>Warrants</i> Estruturados	0	1.362
Direitos	8	0
Certificados	0	87
Convertíveis	0	0
<i>ETF's</i>	3	0
TOTAL	407	2779

Fonte: Euronext Lisbon.

Quadro Anexo 17 - Valores Mobiliários Excluídos no Mercado da Euronext Lisbon

	Número de Exclusões	
	<i>Eurolist by Euronext</i>	<i>EasyNext Lisbon</i>
Acções	3	1
Obrigações	22	25
Papel Comercial	267	0
Títulos de Participação	0	0
Unidades de Participação	0	0
<i>Direitos</i>	6	0
<i>Warrants</i> Autónomos	0	1.139
<i>Warrants</i> Estruturados	0	1.390
Certificados	0	1
<i>Credit Linked Notes</i>	0	0
Convertíveis	0	0
TOTAL	298	2556

Fonte: Euronext Lisbon.

Quadro Anexo 18 - Suspensões de Negociação de Valores Mobiliários

	Nº de dias em que houve suspensões		Nº de Valores Mobiliários suspensos	
	Acções	Futuros	Acções	Futuros
2008	1	1	2	1
2009	327	1	19	13
2010	373	3	13	16

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 19 - Transacções em Contratos de Futuros

Contrato de Futuros	Posições Abertas (fim-ano)	Número de Negócios	Número de Contratos	Valor Transaccionado (10 ^{^3} Euro)
PSI-20				
2008	1.639	2.265	75.896	720.251
2009	2.085	1.579	61.225	458.070
2010	6.982	3.652	126.127	959.485
Portugal Telecom				
2008	410	281	12.267	10.172
2009	0	84	2.570	1.661
2010	0	18	680	627
Energias de Portugal, SA				
2008	0	221	27.782	11.338
2009	0	71	3.800	1.062
2010	151	1	151	40
BCP				
2008	4.655	295	156.554	26.851
2009	15.581	64	92.925	7.785
2010	4.905	37	77.109	5.802
Zon Multimédia				
2008	36	266	25.405	20.794
2009	0	28	1.604	642
2010	126	1	126	45
Sonae SGPS				
2008	1.950	116	109.303	7.679
2009	1.500	82	40.150	3.263
2010	1.100	20	9.800	808
Banco BPI				
2008	50	13	3.310	816
2009	0	30	1.320	267
2010	0	0	0	0
Brisa				
2008	0	50	15.117	10.287
2009	0	55	2.020	1.095
2010	0	0	0	0
Galp				
2008	175	55	60.191	91.770
2009	0	34	2.075	1.970
2010	0	40	548	653
REN				
2008	0	31	600	198
2009	0	11	430	138
2010	0	0	0	0
Sonaeacom				
2008	0	9	80	30
2009	1.000	8	10.082	6.599
2010	0	0	0	0
Banco Espírito Santo				
2008	0	17	1.264	1.320
2009	0	7	1.468	776
2010	92	1	92	28
Jerónimo Martins				
2008	50	51	1.879	1.014
2009	1.520	23	15.770	8.088
2010	32	4	3.392	2.463
EDP Renováveis				
2008	0	9	80	30
2009	1.000	8	10.082	6.599
2010	0	3	1.500	980
TOTAL				
2008	8.965	3.672	489.748	902.539
2009	21.686	2.076	235.439	491.416
2010	13.388	3.777	219.525	970.931

Fonte: Euronext Lisbon.



CMVM

Quadro Anexo 20 - Valores Mobiliários Integrados na Central de Valores Mobiliários

VALORES MOBILIÁRIOS	Número de Emissões			Quantidade Integrada					
	2008	2009	2010	2008		2009		2010	
				Milhões Unidades	Valor (10 ⁶ €)	Milhões Unidades	Valor (10 ⁶ €)	Milhões Unidades	Valor (10 ⁶ €)
Ações	503	506	508	230.638	44.562	233.679	57.630	234.993	50.658
Escriturais	471	474	476	230.395	44.119	233.439	57.190	234.752	50.216
Tituladas	32	32	32	243	443	240	440	241	442
Obrigações	837	1.053	1.317	8.372.624	145.641	9.324.554	185.215	10.720.929	227.650
Dívida Pública	18	19	21	8.225.611	82.256	9.191.977	91.920	10.595.866	107.259
Escriturais	18	19	21	8.225.611	82.256	9.191.977	91.920	10.595.866	107.259
Tituladas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras	798	1.014	1.228	147.014	49.093	132.577	79.021	125.062	75.939
Escriturais	793	1.009	1.223	147.012	49.083	132.575	79.011	125.060	75.929
Tituladas	5	5	5	2	10	2	10	2	10
Ob.Titularizadas (a)	5	4	33	0	22	0	4	0	16.887
Escriturais	5	4	33	0	22	0	4	0	16.887
Ob.Hipotecárias (b)	16	16	35	0	14.270	0	14.270	1	27.565
Escriturais	16	16	35	0	14.270	0	14.270	1	27.565
TP	4	4	4	10.715	107	10.716	107	10.716	107
Escriturais	4	4	4	10.715	107	10.716	107	10.716	107
Titulados	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UP	14	13	18	75	0	70	0	621	0
Escriturais	14	13	18	75	0	70	0	621	0
Tituladas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Warrants	591	1.054	1.085	513	0	1.022	0	906	0
Escriturais	264	160	30	246	0	167	0	36	0
Titulados	327	894	1.055	267	0	855	0	870	0
Certificados	34	29	89	87	0	111	0	113	0
Escriturais	34	29	25	87	0	111	0	107	0
Titulados	0	0	64	0	0	0	0	6	0
VMOC	1	1	1	0	0	70	70	70	70
Escriturais	1	1	1	0	0	70	70	70	70
Titulados	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VMOC EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Escriturais	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Titulados	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.Estruturados	3	2	1	4	0	2	0	1	0
Escriturais	3	2	1	4	0	2	0	1	0
TOTAL	1.987	2.662	3.078	8.614.656	190.310	9.570.224	243.022	10.973.248	278.485
Escriturais	1.623	1.731	1.922	8.614.145	189.857	9.569.127	242.572	10.972.130	278.033
Titulados	364	931	1.156	512	453	1.097	450	1.118	452

Fonte: CVM.

a) Nas estatísticas da Interbolsa por razões operacionais passaram-se a considerar as "Obrigações titularizadas" na rubrica das "Outras obrigações".

b) Nas estatísticas da Interbolsa por razões operacionais passaram-se a considerar as "Obrigações hipotecárias" na rubrica das "Outras obrigações".

Nota: O papel comercial foi integrado na Interbolsa a 5 de Dezembro de 2008.



CMVM

Quadro Anexo 21 - Liquidações através da Central de Valores Mobiliários

Valores Mobiliários	2009	2010	Var % (2009-10)
	Quantidade	Quantidade	
Sistema de Liquidação Geral - Operações Garantidas			
Obrigações	4.487.068	3.499.461	-22,0
Dívida Pública	969.346	3.240.789	234,3
Outros Fund. Públ. e Equip.	9.380	600	-93,6
Privadas	3.508.342	258.072	-92,6
Acções	9.949.443	10.525.619	5,8
Títulos de Participação	38.521	487.105	1.164,5
Unidades de Participação	6	3.343	55.616,7
Warrants	638.780	414.497	-35,1
Certificados	2	2.768	138.300,0
Direitos	111.240	11.862	-89,3
Convertíveis	0	0	0
Credit Linked Notes	-	-	-
Liquidação - Operações Não Garantidas			
Obrigações	1.585	2.781	75,5
Acções	254	152	-40,2
Total do Sistema de Liquidação Geral	15.226.899	14.947.588	-1,8
Resubmissões no SLrt de Operações Garantidas	1.299.517	2.134.897	64,3
Total do Sistema de Liquidação SLrt	21.307.264.130	24.260.875.674	13,9
Liquidação SLrt em moeda USD (obrigações)	2	0	-100,0

Fonte: CVM.



CMVM

Quadro Anexo 22 - Negociação de futuros no OMIP - Contratos de Futuros

Contrato	Posições Abertas MWh (*)	N.º de Negócios	N.º de Contratos	Valor Transaccionado 10 ^{^3} (€)	Volume Transaccionado MWH
FTB MFeb-10	1.837.920	23	185	4.328	124.320
FTB MMar-10	2.259.463	50	444	10.862	329.892
FTB MApr-10	1.763.280	17	152	3.164	109.440
FTB MMay-10	1.755.096	64	598	14.690	444.912
FTB MJun-10	1.854.000	88	800	23.236	576.000
FTB MJul-10	720.936	21	201	6.996	149.544
FTB MAug-10	975.384	39	380	12.249	282.720
FTB MSep-10	815.760	59	540	17.499	388.800
FTB MOct-10	1.241.170	41	404	13.749	300.980
FTB MNov-10	1.408.320	71	696	22.959	501.120
FTB MDec-10	1.839.168	115	1.092	36.156	812.448
FTB MJan-11	1.245.456	48	438	15.479	325.872
FTB MFeb-11	1.176.000	23	201	6.561	135.072
FTB MMar-11	1.339.629	28	267	9.427	198.381
FTK MFeb-10	7.200	5	40	386	9.600
FTK MMar-10	33.120	13	130	1.357	35.880
FTK MApr-10	68.640	12	120	1.081	31.680
FTK MMay-10	60.480	7	110	1.136	27.720
FTK MJun-10	68.640	8	120	1.574	31.680
FTK MJul-10	50.160	10	190	2.471	50.160
FTK MAug-10	26.400	5	100	1.261	26.400
Sub-total contratos com entrega mensal		747	7.208	206.622	4.892.621
FTB Q2-10	5.007.912	52	392	30.357	856.128
FTB Q3-10	2.066.688	170	1.566	149.470	3.457.728
FTB Q4-10	3.063.883	276	2.390	235.686	5.279.510
FTB Q1-11	3.769.614	145	1.341	136.302	2.895.219
FTB Q2-11	2.363.088	50	394	39.034	860.496
FTB Q3-11	1.896.672	26	227	23.955	501.216
FTB Q4-11	1.864.396	0	0	0	0
FPB Q3-10	0	2	20	2.041	44.160
FPB Q4-10	0	2	20	2.073	44.180
FTK Q2-10	109.200	12	140	4.197	109.200
Sub-total contratos com entrega trimestral		735	6.490	623.116	14.047.837
FTB YR-11	7.367.160	155	727	282.441	6.368.520
FTB YR-12	1.141.920	10	48	19.386	421.632
Sub-total contratos com entrega anual		165	775	301.827	6.790.152
Total		1.647	14.473	1.131.565	25.730.610

Fonte: OMIP.

Nota: Não foram incluídos os contratos semanais. Os valores apenas abrangem os negócios feitos entre 02.01.2010 e 31.12.2010.

* Último dia de negociação.

As estatísticas relativas ao N.º de Negócios, N.º de Contratos, Valor e Volume Transaccionado não incluem os registos OTC.

As estatísticas relativas Posições Abertas foram calculados com a inclusão dos registos OTC.

Quadro Anexo 23 - Valor das Ordens Recebidas por Canal de Recepção

Unidade: 10^{^6} Euro

	Mercado a Contado			Mercado a Prazo			Δ% (2009-10)	
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	Contado	Prazo
Internet	15.148,7	16.180,8	15.337,5	26.522,4	19.970,6	8.683,7	-5,2	-56,5
Outros Meios Electrónicos	961,9	872,5	1.218,9	49.230,8	72.363,9	96.983,4	39,7	34,0
Order Routing	8.778,3	5.853,3	6.685,8	43,9	-	0,0	14,2	-
Outros Canais	121.979,7	79.107,4	121.205,3	203.011,1	133.477,7	220.097,9	53,2	64,9
TOTAL	146.868,6	102.014,0	144.447,5	278.808,2	225.812,1	325.765,0	41,6	44,3

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.

Nota: Exclui ordens recebidas de outros intermediários financeiros residentes.



CMVM

**Quadro Anexo 24 - Valores das Ordens Executadas no Mercado a Contado por Conta de Outrem,
por Tipo de Activo**

Unidade: 10*6 Euro

	2010							
	Acções		Dívida ⁽¹⁾		Warrants		Outros VM	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Atrium Investimentos	0,0	0,0	10,9	0,0	0,0	0,0	1,6	0,2
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Portugal)	290,8	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banco BPI, S.A.	304,0	0,5	679,0	1,2	148,3	34,8	39,0	4,6
Banco Comercial Português, SA	4.979,9	7,5	97,7	0,2	147,2	34,6	277,5	33,1
Banco de Investimento Global	1.992,4	3,0	12,8	0,0	8,6	2,0	25,3	3,0
Banco Espírito Santo	6.162,9	9,3	25.972,0	44,6	0,0	0,0	149,2	17,8
Banco Espírito Santo dos Açores	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banco Finantia	3,5	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banco Invest	402,9	0,6	0,7	0,0	15,6	3,7	0,9	0,1
Banco LJ Carregosa	1.129,7	1,7	293,7	0,5	6,5	1,5	21,8	2,6
Banco Millennium BCP Investimento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banco Popular Portugal	373,2	0,6	132,6	0,2	0,1	0,0	2,3	0,3
Banco Português de Gestão	0,0	0,0	33,3	0,1	0,0	0,0	0,4	0,0
Banco Português de Investimento	7.821,5	11,8	456,3	0,8	34,7	8,1	54,0	6,4
Banco Santander Negócios Portugal	7.492,1	11,3	256,5	0,4	1,3	0,3	18,7	2,2
Banco Santander Totta	11.433,8	17,3	1.282,4	2,2	1,9	0,4	68,4	8,2
Banif	41,3	0,1	675,2	1,2	0,0	0,0	88,5	10,6
Banif - Banco de Investimento	341,6	0,5	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Barclays Bank PLC (Portugal)	479,9	0,7	38,2	0,1	1,3	0,3	0,6	0,1
BES Investimento	10.071,4	15,2	5.010,0	8,6	42,0	9,9	74,4	8,9
Caixa - Banco de Investimento	10.622,5	16,1	923,8	1,6	7,9	1,8	11,3	1,3
Caixa Económica Montepio Geral	0,0	0,0	686,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Crédito Agrícola Dealer	0,0	0,0	21.305,6	36,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Fincor	1.870,3	2,8	24,5	0,0	8,8	2,1	0,0	0,0
Finibanco	307,5	0,5	274,3	0,5	1,8	0,4	3,4	0,4
Golden Broker	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,1
Intervalores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0
Lisbon Brokers	62,7	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	66.183,5	100,0	58.169,0	100,0	425,9	100,0	838,2	100,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.

Legenda: ⁽¹⁾ Soma de dívida pública e privada.



CMVM

Quadro Anexo 25 - Valor das Ordens Recebidas: Corretagem Online

Unidade: 10³ Euro

Intermediário Financeiro	2009		2010		Δ% (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	
Banco BPI, S.A.	3.139.055	14,7	3.177.742	20,7	1,2
Banco de Investimento Global, SA	2.385.411	17,9	2.701.049	17,6	13,2
Banco Comercial Português, SA	2.895.962	19,4	2.346.740	15,3	-19,0
Caixa - Banco de Investimento, SA	1.583.253	9,3	1.400.012	9,1	-11,6
Banco ActivoBank, SA	1.512.686	9,8	1.366.159	8,9	-9,7
BEST - Banco Electrónico de Serviço Total, SA	1.296.545	8,0	1.199.113	7,8	-7,5
Banco LJ Carregosa, SA	640.170	4,7	919.337	6,0	43,6
Banco Espírito Santo, SA	753.570	4,0	585.944	3,8	-22,2
Caixa Geral de Depósitos, SA	458.994	2,0	381.503	2,5	-16,9
Barclays Bank PLC - Sucursal em Portugal	463.074	2,8	376.851	2,5	-18,6
Banco Português de Investimento, SA	326.355	2,2	262.814	1,7	-19,5
Banco Santander Totta, SA	349.528	2,9	258.603	1,7	-26,0
Caixa Económica Montepio Geral	209.129	1,3	232.224	1,5	11,0
Finibanco, SA	68.407	0,4	61.075	0,4	-10,7
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Crl	63.151	0,4	34.265	0,2	-45,7
Banco Popular Portugal, SA	22.950	0,1	15.758	0,1	-31,3
Banif - Banco Internacional do Funchal, SA	0	0,0	12.068	0,1	-
Banco Espírito Santo dos Açores, SA	7.188	0,0	6.232	0,0	-13,3
Orey Valores - Sociedade Corretora, SA	5.394	0,0	0	0,0	-
TOTAL	16.180.820	100,0	15.337.487	100,0	-5,2

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.



CMVM

Quadro Anexo 26 - Valor das Ordens Executadas em Acções

Unidade: 10⁶ Euro

Intermediário Financeiro	2008	2009	2010	Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
Atrium Investimentos - Sociedade Financeira	2,8	0,4	0,0	-87,0	-99,9
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Portugal), S	353,7	259,4	290,8	-26,7	12,1
Banco BPI, SA	645,5	87,0	304,0	-86,5	249,6
Banco Comercial Português, SA	0,0	2.019,9	4.979,9	-	146,5
Banco de Investimento Global, SA	3.096,7	1.890,7	1.992,4	-38,9	5,4
Banco Espírito Santo de Investimento, SA	13.188,5	10.159,1	10.071,4	-23,0	-0,9
Banco Espírito Santo dos Açores, SA	0,1	0,0	0,0	-57,3	-94,5
Banco Espírito Santo, SA	12.755,2	8.074,0	6.162,9	-36,7	-23,7
Banco Finantia, SA	37,4	1,7	3,5	-95,4	98,7
Banco Invest, SA	603,3	292,3	402,9	-51,6	37,8
Banco L.J. Carregosa, SA	1.187,0	844,0	1.129,7	-28,9	33,8
Banco Millennium bcp Investimento, SA	8.300,8	3.499,1	0,0	-57,8	-100,0
Banco Popular Portugal, SA	89,5	44,5	373,2	-50,3	739,4
Banco Português de Gestão, SA	0,0	0,0	0,0	-100,0	-
Banco Português de Investimento, SA	9.153,4	8.418,2	7.821,5	-8,0	-7,1
Banco Santander de Negócios Portugal, SA	7.557,3	7.642,8	7.492,1	1,1	-2,0
Banco Santander Totta, SA	2,6	4,6	11.433,8	76,5	246.474,8
Banif - Banco de Investimento, SA	675,7	461,4	341,6	-31,7	-26,0
Banif - Banco Internacional do Funchal, SA	23,9	260,1	41,3	986,8	-84,1
Barclays Bank PLC - Sucursal em Portugal	558,2	493,6	479,9	-11,6	-2,8
Caixa - Banco de Investimento, SA	7.704,5	4.477,7	10.622,5	-41,9	137,2
Fincor - Sociedade Corretora, SA	2.651,1	1.693,9	1.870,3	-36,1	10,4
Finibanco, SA	269,2	298,9	307,5	11,0	2,9
Golden Broker - Sociedade Corretora, SA	0,0	19,4	0,0	533.383,7	-99,8
Intermoney Portugal - Sociedade Financeira d	4,1	1,5	0,0	-63,2	-100,0
Intervalores - Sociedade Corretora, SA	191,5	0,5	0,0	-99,7	-100,0
Lisbon Brokers - Sociedade Corretora, SA	585,8	500,8	62,7	-14,5	-87,5
TOTAL	69.638,0	51.445,6	66.183,5	-26,1	28,6

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.

Quadro Anexo 27 - Valor das Ordens Executadas em Futuros

Unidade: 10⁶ Euro

Intermediário Financeiro	2008	2009	2010	Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
Banco Millennium bcp Investimento, SA	29.723,6	16.226,9	0,0	-45,4	-100,0
Banco Comercial Português, SA	0,0	442,4	7.464,5	-	1.587,1
Atrium Investimentos - Sociedade Financeira de Corretagem, S.A.	4,0	11,8	23,2	195,4	96,8
Banco Português de Investimento, SA	162,6	0,0	3.710,0	-100,0	-
Banco Santander de Negócios Portugal, SA	518,9	0,0	0,0	-100,0	-
TOTAL	30.409,1	16.681,1	11.197,6	-45,1	-32,9

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.



CMVM

Quadro Anexo 28 - Peso do Day-Trading na Euronext Lisbon

	2008	2009	2010	Δ (2008-09)	Δ (2009-10)
Na quantidade transaccionada no segmento accionista <i>Eurolist</i> (<i>Euronext Lisbon</i>)	13,8%	13,5%	12,1%	- 0,3 p.p.	- 1,4 p.p.
No valor transaccionado no segmento accionista <i>Eurolist</i> (<i>Euronext Lisbon</i>)	11,2%	9,5%	7,6%	- 1,7 p.p.	- 2,1 p.p.

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 29 - Custodiantes de Valores Mobiliários

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
<i>Atrium Investimentos</i>	293,7	545,2	661,4	85,6	21,3
<i>B.Privée Ed Rothschild Europe (Portugal)</i>	0,1	0,0	0,0	-	-
Banco ActivoBank (Portugal)	235,0	340,1	321,4	44,7	-5,5
Banco Banif e Comercial dos Açores	182,8	0,0		-	-
Banco BIC Português	0,0	0,0	8,4	-	-
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Portugal)	4.381,6	4.494,3	3.592,1	2,6	-20,1
Banco BPI	11.552,1	14.157,4	11.929,2	22,6	-15,7
Banco Comercial Português	125.624,8	149.195,8	150.023,7	18,8	0,6
Banco de Investimento Global	659,4	839,4	854,6	27,3	1,8
Banco Efisa	111,4	39,0	35,5	-65,0	-9,0
Banco Espírito Santo	46.628,6	58.849,8	53.045,9	26,2	-9,9
Banco Espírito Santo de Investimento	1.357,8	2.012,3	1.640,1	48,2	-18,5
Banco Espírito Santo dos Açores	298,4	501,2	581,6	68,0	16,0
Banco Finantia	137,8	390,2	627,6	183,2	60,9
Banco Invest	99,9	145,8	150,7	46,0	3,4
Banco L.J. Carregosa	97,4	131,8	163,6	35,4	24,1
Banco Millennium bcp Investimento	304,9	0,0		-	-
Banco Popular Portugal	3.540,4	4.679,1	4.650,2	32,2	-0,6
Banco Português de Gestão	63,6	64,6	97,6	1,6	51,2
Banco Português de Investimento	8.384,0	11.114,0	10.535,5	32,6	-5,2
Banco Privado Atlântico-Europa, SA	0,0	0,0	13,6	-	-
Banco Privado Português	1.138,7	825,5	0,0	-27,5	-100,0
Banco Santander Negócios Portugal	61.807,1	78.711,0	0,0	27,3	-100,0
Banco Santander Totta	23.083,1	24.000,6	93.945,2	4,0	291,4
Banif	3.089,3	3.996,5	3.969,4	29,4	-0,7
Banif - Banco de Investimento	1.172,6	1.076,4	2.713,6	-8,2	152,1
<i>Banque Privée Espirito Santo (Portugal)</i>	22,9	57,3	238,2	150,4	315,8
<i>Barclays Bank PLC (Portugal)</i>	1.093,2	2.464,7	2.900,9	125,4	17,7
BEST	616,0	707,5	1.011,1	14,8	42,9
<i>BNP Paribas Wealth Management - Portugal</i>	245,0	296,9	323,6	21,2	9,0
BPN - Banco Português de Negócios	4.061,4	3.362,7	3.809,9	-17,2	13,3
Caixa - Banco de Investimento	2.391,9	4.409,3	4.506,8	84,3	2,2
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo	945,8	1.141,0	1.301,3	20,6	14,0
Caixa Económica Montepio Geral	4.311,2	4.017,3	4.071,3	-6,8	1,3
Caixa Geral de Depósitos	18.310,8	24.825,7	37.501,1	35,6	51,1
<i>Citibank International Plc (Portugal)</i>	2.555,1	2.623,0	2.388,5	2,7	-8,9
<i>Deutsche Bank (Portugal)</i>	492,5	1.251,7	1.561,3	154,2	24,7
<i>Dif Broker</i>	4,4	12,1	28,5	171,8	135,9
Fincor	2,4	2,2	28,0	-8,5	1187,2
Finibanco	1.485,5	2.097,3	1.560,5	41,2	-25,6
Golden Broker	20,4	26,5	33,1	30,2	24,7
<i>Hypowiss Private Bank Genève - Portugal</i>	19,3	30,7	70,0	58,6	128,2
Intervalores	26,2	32,2	49,1	23,0	52,5
<i>Lisbon Brokers</i>	5,5	5,4	1,1	-1,0	-78,8
<i>Luso Partners</i>	8,8	6,6	15,7	-24,5	136,9
Orey Financial - Instituição Financeira de Crédito	0,0	22,1	12,5	-	-43,4
Orey Valores	16,2	0,0	0,0	-	-
Sartorial	19,6	36,3	41,7	84,5	15,0
<i>UBS Bank, SA - Sucursal em Portugal</i>	0,8	0,0	0,0	-	-
TOTAL	330.899,6	403.538,5	401.015,4	22,0	-0,6

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.



CMVM

Quadro Anexo 30 - Valores Geridos de OICVM e FEI por Entidade Gestora

Unidade: 10⁶ Euro

Entidade	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
Caixagest	3.614,1	25,2	4.105,7	23,8	3.282,6	23,1	13,6	-20,0
ESAF	2.767,2	19,3	3.311,3	19,2	2.407,0	16,9	19,7	-27,3
Santander Asset Management	2.300,5	16,0	3.148,8	18,3	2.442,6	17,2	36,9	-22,4
BPI Gestão de Activos	2.078,8	14,5	2.753,9	16,0	2.447,1	17,2	32,5	-11,1
Millennium BCP	1.890,1	13,2	1.642,9	9,5	1.357,9	9,5	-13,1	-17,4
Montepio Gestão de Activos	318,5	2,2	479,1	2,8	291,4	2,0	50,4	-39,2
Barclays Wealth Managers Portugal	279,5	1,9	620,4	3,6	421,2	3,0	122,0	-32,1
BPN Gestão de Activos	270,4	1,9	228,2	1,3	221,4	1,6	-15,6	-3,0
BBVA Gest	249,1	1,7	244,7	1,4	177,1	1,2	-1,8	-27,6
Banif Gestão de Activos	217,7	1,5	284,7	1,7	689,1	4,8	30,8	142,1
Popular Gestão de Activos	132,4	0,9	118,1	0,7	108,5	0,8	-10,8	-8,1
Crédito Agrícola Gest	111,4	0,8	123,4	0,7	111,8	0,8	10,7	-9,3
Finivalor	82,2	0,6	123,4	0,7	95,3	0,7	50,0	-22,8
Invest Gestão de Activos	9,0	0,1	12,6	0,1	10,6	0,1	40,3	-16,4
Optimize Investment Partners	8,5	0,1	11,8	0,1	17,7	0,1	38,8	49,5
MNF Gestão de Activos	5,0	0,0	18,2	0,1	36,5	0,3	266,6	100,6
Pedro Arroja	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	-
Privado Fundos	2,6	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	0,6	-100,0
Dunas Capital	1,9	0,0	0,9	0,0	0,9	0,0	-51,9	0,0
MCO2	0,0	0,0	0,0	0,0	118,6	0,8	-	-
Orey Gestão de Activos	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-79,8	-75,5
TOTAL	14.341,8	100,0	17.230,9	100,0	14.237,4	100,0	20,1	-17,4

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.

Nota: Ordenação por ordem decrescente dos valores geridos no último ano em análise.

Quadro Anexo 31 – OICVM e Fundos Especiais de Investimento: Peso por Tipo de Activos na Respectiva Capitalização da Euronext Lisbon

Unidade: 10⁶ Euro

		31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	Var (2008-09)	Var (2009-10)
Ações	Valor gerido (Nacional)	501,4	862,9	601,6		
	Capitalização Euronext Lisbon (*)	45.068,0	62.687,6	59.062,2		
	Valor gerido/Euronext Lisbon	1,11%	1,38%	1,02%	+0,26 p.p.	-0,36 p.p.
Obrigações e Outros Fundos Públicos e Equiparados	Valor gerido (Nacional)	1.149,1	1344,6	991,1		
	Capitalização Euronext Lisbon	4.054,9	2.985,4	4.408,2		
	Valor gerido/Euronext Lisbon	28,34%	45,04%	22,48%	+16,7 p.p.	-22,56 p.p.
Divida Pública	Valor gerido (Nacional)	28,2	83,2	304,8		
	Capitalização Euronext Lisbon	36.965,7	26.753,1	59.339,5		
	Valor gerido/Euronext Lisbon	0,08%	0,31%	0,51%	+0,23 p.p.	+0,20 p.p.
Warrants (**)	Valor gerido (Nacional)	9,8	10,7	3,7		
	Capitalização Euronext Lisbon	284,2	195,4	379,8		
	Valor gerido/Euronext Lisbon	3,45%	5,47%	0,98%	+2,02 p.p.	-4,48 p.p.

Fonte: CMVM.

(*) Somente a capitalização bolsista de ações nacionais.

(**) Capitalização bolsista de warrants nacionais e estrangeiros.



CMVM

Quadro Anexo 32 – Produtos do Sector Bancário e Segurador

Tipo de Produto	2009	20010
Operações e contratos de seguro ligados a fundos de investimento (<i>unit linked</i>)	271	364
Produtos do sector bancário	18	248
Fundos de Pensões Abertos de Adesão Individual	63	65
Total	352	677

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 33 – Comercialização de OICVM Estrangeiros em Portugal

Período	OICVM habilitados	Sub-Fundos habilitados	OICVM Comercializados	Sub-Fundos Comercializados	Entidades Habilitadas	Entidades Comercializadoras
31-Dez-2008	81	2.165	74	1.144	20	11
31-Dez-2009	83	2.230	80	1.299	18	10
31-Dez-2010	97	2.702	78	1.299	24	10

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 34 - Valor dos OICVM Estrangeiros em Portugal, por Entidade

Unidade: 10⁶ Euro

Intermediário Financeiro	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Δ% (2008-09)	Δ% (2009-10)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
Banco Best	107,2	24,4	205,3	28,3	272,4	29,3	91,5	32,7
Banco ActivoBank	86,4	19,2	125,9	17,4	135,6	14,6	45,7	7,7
BCP	61,5	13,6	107,9	14,9	143,7	15,4	75,3	33,2
Deutsche Bank	55,9	12,4	80,9	11,2	67,5	7,3	44,9	-16,6
BNP Paribas Private Bank	74,0	16,4	77,7	10,7	99,0	10,6	5,0	27,3
Barclays Bank	36,6	8,1	58,9	8,0	107,8	11,6	60,9	83,0
BIG	21,3	4,7	56,6	7,8	84,9	9,1	165,6	49,8
Banco Português de Investimento	3,4	0,8	10,3	1,4	17,1	1,8	207,6	65,3
BBVA	1,1	0,2	1,4	0,2	1,5	0,2	27,4	5,9
Banco Finantia	0,3	0,1	1,3	0,2	0,7	0,1	317,3	-46,7
Banco Português de Gestão	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	-
TOTAL	448,0	100,0	726,4	100,0	930,1	100,0	62,1	28,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediários financeiros até 30-04-2011.



CMVM

Quadro Anexo 35 - Valores Geridos por Entidade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário

Unidade: 10⁶ Euro

Entidade	31-12-2008		31-12-2009		31-12-2010		Δ%	Δ%
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	(2008-09)	(2009-10)
FII+FEII								
Fundimo	1.347,6	12,7	1.577,9	14,1	1.683,2	14,7	17,1	6,7
ESAF	1.067,5	10,1	1.187,7	10,6	1.291,0	11,2	11,3	8,7
Interfundos	1.140,1	10,7	1.205,0	10,8	1.123,1	9,8	5,7	-6,8
BPN Imofundos	1.012,9	9,5	825,9	7,4	816,8	7,1	-18,5	-1,1
Santander Asset Management	750,1	7,1	856,4	7,7	781,3	6,8	14,2	-8,8
Banif Gestão de Activos	696,3	6,6	793,6	7,1	709,2	6,2	14,0	-10,6
Norfin	678,2	6,4	602,9	5,4	603,4	5,3	-11,1	0,1
Gesfimo	323,2	3,0	337,7	3,0	406,9	3,5	4,5	20,5
Millennium BCP Gestão de Activos	367,1	3,5	369,7	3,3	403,0	3,5	0,7	9,0
Finivalor	288,3	2,7	353,9	3,2	381,3	3,3	22,8	7,8
Square Asset Management	201,8	1,9	322,3	2,9	364,1	3,2	59,7	13,0
Sonaigest	297,5	2,8	336,7	3,0	357,6	3,1	13,2	6,2
Silvip	299,6	2,8	296,5	2,7	311,0	2,7	-1,0	4,9
Fimoges	292,2	2,8	297,7	2,7	297,7	2,6	1,9	0,0
Fund Box	283,7	2,7	275,5	2,5	285,0	2,5	-2,9	3,5
BPI Gestão de Activos	142,1	1,3	247,9	2,2	274,0	2,4	74,5	10,5
Selecta	242,2	2,3	257,3	2,3	255,0	2,2	6,2	-0,9
Fundiestamo	179,1	1,7	179,1	1,6	183,2	1,6	0,0	2,3
TF Turismo Fundos	107,8	1,0	109,8	1,0	110,7	1,0	1,8	0,8
Popular Gestão de Activos	79,4	0,7	82,2	0,7	102,4	0,9	3,5	24,5
TDF	97,7	0,9	99,0	0,9	99,7	0,9	1,4	0,7
Refundos	87,5	0,8	90,0	0,8	92,0	0,8	2,9	2,2
Imorendimento	87,3	0,8	86,8	0,8	89,8	0,8	-0,6	3,5
GEF	58,0	0,5	77,5	0,7	87,7	0,8	33,5	13,2
Atlantic	57,4	0,5	66,3	0,6	70,5	0,6	15,5	6,4
SGFI	35,0	0,3	53,1	0,5	61,2	0,5	51,7	15,2
Libertas	0,0	0,0	0,0	0,0	47,9	0,4	-	-
Imopólis	252,7	2,4	45,5	0,4	46,7	0,4	-82,0	2,6
Vila Galé Gest	32,4	0,3	31,5	0,3	31,5	0,3	-2,6	0,0
MNF Gestão de Activos	3,2	0,0	8,6	0,1	31,3	0,3	166,1	262,6
Orey Gestão de Activos	24,9	0,2	26,2	0,2	29,5	0,3	5,3	12,4
Floresta Atlântica	20,2	0,2	20,2	0,2	20,3	0,2	-0,1	0,5
Invest Gestão de Activos	15,5	0,1	15,5	0,1	15,7	0,1	0,1	1,2
Fibeira Fundos	14,3	0,1	7,7	0,1	9,8	0,1	-46,5	27,5
Dunas Capital	9,2	0,1	9,5	0,1	8,8	0,1	3,2	-8,0
Urbifundo	4,8	0,0	4,7	0,0	0,0	0,0	-0,2	-100,0
Correia & Viegas	14,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	-
Privado Fundos	9,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	-
Total dos FII+FEII	10.620,9	100,0	11.157,9	100,0	11.482,3	100,0	5,1	2,9
FGPI								
Fimoges	0,0	100,0	619,5	100,0	727,5	100,0	-	17,4
Total dos FGPI	0,0	100,0	619,5	100,0	727,5	100,0	-	17,4
TOTAL	10.620,9	100,0	11.777,4	100,0	12.209,8	100,0	10,9	3,7

Fonte: CMVM.

Nota: Ordenação por ordem decrescente dos valores geridos no último ano em análise.



CMVM

Quadro Anexo 36 – indicadores Agregados dos FTC

	Unidade: 10 ⁶ Euro				
	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	Δ (2008-09)	Δ (2009-10)
N.º Entidades Gestoras	4	4	3	0	-1
N.º Fundos	46	48	45	2	-3
Valor sob Gestão	32.893,8	35.280,9	32.274,6	7,3%	-8,5%

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 37 – Entidades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco

Entidades Gestoras - Fundos de Capital de Risco	31-12-2009	31-12-2010	
	N.º FCR	N.º FCR	SCR (*)
<i>Explorer Investments</i> - Sociedade Capital de Risco, S.A.	3	3	(***)
Finpro - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	-	-	SIM
Caixa Capital - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	4	4	SIM
Espírito Santo Capital - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	3	3	SIM
ECS - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	2	2	SIM
InovCapital - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	11	11	SIM
Espírito Santo <i>Ventures</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	4	4	(***)
AICEP Capital Global – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	4	4	SIM
Banif Capital, Sociedade de Capital de Risco, S.A.	3	3	SIM
TC Turismo Capital, SCR, S.A.	2	2	SIM
Inter Risco - Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽²⁾	2	2	SIM
BPI - <i>Private Equity</i> , Sociedade Capital de Risco, S.A. ⁽¹⁾	-	1	SIM
BCP Capital - Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽³⁾	1	1	SIM
BPN Gestão Activos - Soc. Gest. Fundos de Invest. Mob., S.A.	1	1	-
<i>Change Partners</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	2	2	SIM
Agrocapital, Sociedade de Capital de Risco, S.A.	1	1	SIM
Banco Efisa, S.A.	1	1	-
ISQ – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	2	2	(**)
Novabase Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	1	1	SIM
Famigeste - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	-	-	SIM
Caixa Central de Crédito Agrícola, Crl	1	1	-
Beta - Sociedade Capital de Risco, S.A.	1	1	SIM
<i>Patris</i> Capital - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	-	1	(**)
<i>Drive</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	-	-	SIM
Naves - Sociedade de Capital de Risco	-	-	SIM
<i>Onetier Partners</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽⁵⁾	1	-	(***)
<i>2B Partner</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	-	-	(***)
<i>Centro Venture</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	-	-	(***)
Enotum Capital - SCR, S.A.	-	-	SIM
Capital Criativo - SCR, SA ⁽²⁾	-	-	(**)
<i>Critical Ventures</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	-	-	(**)
TOTAL ⁽³⁾	50	51	

Fonte: CMVM, tendo por base dados reportados pela entidades à data de 31/01/2011.

Legenda: FCR - Fundos de Capital Risco; SCR - Sociedades de Capital de Risco; (*) Indica que a entidade prossegue igualmente a actividade através de carteira própria. (**) Sociedades cujo objecto social consiste exclusivamente na gestão de FCR; (***) Sociedades que à data de 31/12/2010 não detêm participações directas em capital de risco; (1) Anteriormente denominada "Inter-Risco, SCR, SA". (2) SCR registada durante o ano de 2010. (3) Foi comunicado durante o ano de 2009 que esta sociedade se encontra em liquidação. (5) Anteriormente denominada "Big Capital, SCR, SA".



CMVM

Quadro Anexo 38 – Valores Geridos por Entidades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco

Unidade: 10⁶ Euro

Entidades Gestoras	31-12-2009			31-12-2010 ^(*)			Variação (%)		
	FCR	SCR	Total	FCR	SCR	Total	FCR	SCR	Total
<i>Explorer Investments</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	437,6	7,0	444,6	549,9	0,0	549,9	25,7	-100,0	23,7
<i>Finpro</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	519,4	519,4	0,0	527,4	527,4	-	1,5	1,5
<i>Caixa Capital</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	513,4	26,9	540,3	394,7	28,2	423,0	-23,1	5,0	-21,7
<i>Espírito Santo Capital</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	140,5	46,6	187,1	145,8	52,2	198,0	3,8	12,1	5,8
<i>ECS</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	494,9	5,9	500,9	191,9	2,3	194,2	-61,2	-61,3	-61,2
<i>InovCapital</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽¹⁾	138,7	28,0	166,7	123,2	33,1	156,3	-11,2	18,3	-6,2
<i>Espírito Santo Ventures</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	266,7	0,0	266,7	132,9	0,0	132,9	-50,2	-	-50,2
<i>AICEP Capital Global</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	105,0	26,7	131,7	99,0	25,4	124,5	-5,7	-4,7	-5,5
<i>Banif Capital</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	80,0	1,3	81,3	100,4	1,5	101,8	25,5	10,5	25,3
<i>TC Turismo Capital</i> , Sociedade de Capital de Risco, S.A.	59,8	5,5	65,2	53,0	4,9	57,9	-11,3	-11,5	-11,3
<i>Inter Risco</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽²⁾	0,0	0,0	0,0	42,4	0,8	43,2	-	-	-
<i>BPI Private Equity</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽³⁾	35,9	24,6	60,4	0,0	32,5	32,5	-100,0	32,5	-46,2
<i>BCP Capital</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽⁵⁾	6,0	25,2	31,1	1,5	25,2	26,8	-74,0	0,2	-14,0
<i>BPN Gestão Activos</i> - Soc. Gest. Fundos de Invest. Mob., S.A.	22,4	0,0	22,4	22,0	0,0	22,0	-2,0	-	-2,0
<i>Change Partners</i> – Soc. de Capital de Risco, S.A.	14,4	2,5	16,9	14,1	3,9	18,0	-2,0	52,6	6,2
<i>Agrocapital</i> , Soc. Capital de Risco	15,2	0,9	16,1	15,1	0,7	15,8	-0,6	-22,0	-1,8
<i>Banco Efisa</i> , S.A.	13,3	0,0	13,3	11,6	0,0	11,6	-12,6	-	-12,6
<i>ISQ</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	11,0	0,0	11,0	10,6	0,0	10,6	-4,4	-	-4,4
<i>Novabase Capital</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	5,5	1,6	7,1	5,0	1,5	6,5	-9,4	-9,4	-9,4
<i>Famigeste</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	7,4	7,4	0,0	6,0	6,0	-	-18,3	-18,3
<i>Caixa Central de Crédito Agrícola</i> , Crl	7,2	0,0	7,2	4,7	0,0	4,7	-35,5	-	-35,5
<i>Beta</i> - Sociedade Capital de Risco, S.A.	2,0	2,6	4,5	1,6	2,8	4,4	-19,5	10,3	-2,5
<i>Patris Capital</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	0,0	0,0	2,9	0,0	2,9	-	-	-
<i>Drive</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	1,9	1,9	0,0	2,0	2,0	-	2,3	2,3
<i>Naves</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	1,1	1,1	0,0	1,3	1,3	-	24,4	24,4
<i>Onetier Partners</i> – Sociedade de Capital de Risco, S.A. ⁽⁴⁾	0,5	0,8	1,3	0,1	0,8	0,9	-80,2	-1,4	-31,5
<i>2B Partner</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	0,7	0,7	0,0	0,7	0,7	-	1,5	1,5
<i>Centro Venture</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	0,5	0,5	0,0	0,5	0,5	-	0,2	0,2
<i>Enotum</i> - SCR, S.A.	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3	-	-12,1	-12,1
<i>Capital Criativo</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
<i>Critical Ventures</i> - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
TOTAL	2.369,8	737,4	3.107,3	1.922,3	754,2	2.676,5	-18,9	2,3	-13,9

Fonte: CMVM, tendo por base dados reportados pela entidades à data de 31/01/2011.

Legenda: FCR - Fundos de Capital de Risco; SCR - Sociedades de Capital de Risco; (*) Valores provisórios reportados à CMVM em 31 de Janeiro de 2011. (1) Valores relativos aos FCR reportados ao abrigo do artigo 11.º do Regulamento n.º 1/2008 da CMVM com referência a 30 de Junho de 2010; (2) SCR registada durante o ano de 2010; (3) Anteriormente denominada "Inter-Risco, SCR, SA". (4) Anteriormente denominada "Big Capital, SCR, SA". (5) Foi comunicado em 2009 que esta sociedade se encontra em liquidação.



CMVM

Quadro Anexo 39 – Investimentos das SCR por CAE

SCR	Dez-10		
	Investimentos ⁽¹⁾	N.º Participações	% ⁽²⁾
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	318,0	3	47,2%
Transportes e armazenagem	185,8	1	27,6%
Actividades financeiras e de seguros	93,6	42	13,9%
Indústrias transformadoras	38,3	31	5,7%
Construção	10,0	3	1,5%
Actividades imobiliárias	6,9	17	1,0%
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	5,3	28	0,8%
Alojamento, restauração e similares	4,9	16	0,7%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	4,4	10	0,6%
Actividades de saúde humana e apoio social	1,9	5	0,3%
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	1,3	10	0,2%
Actividades de informação e de comunicação	1,2	13	0,2%
Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	0,8	3	0,1%
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	0,7	4	0,1%
Educação	0,2	2	0,0%
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	0,1	3	0,0%
Indústrias extractivas	0,0	0	0,0%
Outras actividades de serviços	0,0	0	0,0%
Total	673,3	191	100%

Fonte: CMVM.

Notas: (1) Valores em milhões de euro; (2) Percentagem sobre os investimentos.

Quadro Anexo 40 – Investimentos dos FCR por CAE

FCR	Dez-10		
	Investimentos ⁽¹⁾	N.º Participações	% ⁽²⁾
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	389,6	140	28,0%
Indústrias extractivas	269,5	194	19,4%
Indústrias transformadoras	161,8	156	11,6%
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	139,6	17	10,0%
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	105,1	38	7,6%
Construção	66,1	38	4,8%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	55,6	101	4,0%
Transportes e armazenagem	46,8	7	3,4%
Alojamento, restauração e similares	30,0	11	2,2%
Actividades de informação e de comunicação	27,9	77	2,0%
Actividades financeiras e de seguros	27,4	6	2,0%
Actividades imobiliárias	26,3	5	1,9%
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	20,4	11	1,5%
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	13,0	8	0,9%
Educação	12,0	14	0,9%
Actividades de saúde humana e apoio social	0,5	3	0,0%
Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	0,0	1	0,0%
Outras actividades de serviços	0,0	0	0,0%
Total	1.391,7	827	100,0%

Fonte: CMVM.

Notas: (1) Valores em milhões de euro; (2) Percentagem sobre os investimentos.



CMVM

Quadro Anexo 41 – Intermediários Financeiros Registados na CMVM

Intermediários Financeiros	31-12-2008	31-12-2009	Cancelados	Registados	31-12-2010
ICN - Instituições de Crédito Nacionais	31	31	2a)	1b)	30
IC UE - Instituições de Crédito - Sucursais Comunitárias	9 d)	8	1c)	-	7
IC extra EU - Instituições de Crédito - Suc. Extra Comunitárias	3	2	-	-	2
SI - Sociedades de Investimento	0	0	-	-	0
SFC - Sociedades Financeiras de Corretagem	2	3	-	-	3
SC - Sociedades Corretoras	8	6	-	-	6
SCI - Sociedades de Consultoria para Investimento	1	2	-	4d)	6
SGFII - Soc. Gestoras de Fundos de Inv. Imobiliário	29	29	1 g)	2 h)	30
SGFIM - Soc. Gestoras de Fundos de Inv. Mobiliário	20	21	0	0	21
SGP - Soc. Gestoras de Patrimónios	12	12	-	1e)	13
SGFTC - Soc. Gestoras Fundos Titularização de Crédito	4	4	0	0	4
EI EU - Empresas de Investimento - Sucursais Comunitárias	3	1	-	2f)	3
SGSNM - Soc. Gestoras Sistemas Negociação Multilateral	1	1	-	-	1
IFC - Instituição Financeira de Crédito	0	1	-	-	1
TOTAL	123	121	4	10	127
Emp.de Investimento - Livre Prestação Serviços	1.762	1.953	63	283	2.173

Fonte: CMVM.

Cancelamentos, alterações e registos de Intermediários Financeiros:

- a) Banco Privado Português, SA - Cancelamento em 16/04/2010 e Banco Santander de Negócios Portugal, SA - Cancelamento do registo resultante da fusão por incorporação no Banco Santander Totta, SA, em 03/05/2010.
- b) Banco Privado Atlântico-Europa, SA - Registo em 29/07/2010.
- c) The Royal Bank of Scotland N.V. - Sucursal em Portugal - Cancelamento em 02/12/2010.
- d) BlueCrow Capital I, Lda - Registo em 14/01/2010, C21 - Sociedade de Consultoria para Investimento, Lda - Registo em 25/02/2010, Timeless Capital Advisors, Unipessoal, Lda - Registo em 27/05/2010 e AN END HAS A START - Sociedade de Consultoria para Investimento, SA - Registo em 07/10/2010
- e) Casa de Investimento - Gestão de Patrimónios, SA - registo em 01/07/2010
- f) IG Markets - Sucursal em Portugal - registo em 16/04/2010 e X-Trade Brokers Dom Maklerski - Sucursal em Portugal - registo em 19/05/2010
- g) Correia & Viegas - SGFII, SA
- h) Azimuth Funds SGFII, SA e Takeoff - SGFIII, SA

Quadro Anexo 42 – Entidades Gestoras de Carteira por Conta de Outrem (em exercício)

	31-12-2008	31-12-2009	2010		31-12-2010
			Entradas	Saídas	
Instituições de crédito	25	24			23
Nacionais	19	19	-	1a)	18
Sucursais	6	5	-	-	5
Empresas de Investimento	20	20			20
Soc. Gest. Patrimónios	12	12	1b)	-	13
Soc. Corretoras	7	6	-	1c)	5
Soc. Fin. Corretagem	1	2	-	-	2
Sucursais E.I.	0	0	-	-	0
Gestoras de Fundos	12	12	-	-	12
TOTAL	57	56	1	2	55

Fonte: CMVM.

- a) Banco Privado Português, SA - Cancelamento em 16/04/2010
- b) Casa de Investimento- Gestão de Patrimónios, SA - Registo em 01/07/2010
- c) Lisbon Brokers - Sociedade Corretora - Cancelamento em 15/11/2010



CMVM

Quadro Anexo 43 – Registo de Actividades de Intermediação Financeira

Actividades de Intermediação em VM	ICN	SI	SC	SFC	SCI	SGP	SGFIM	SGFII	SGFTC	SGSNM	IFC	Sucursais			Total	
												IC UE	IC extra UE	EI UE	2009	2010
Recepção e transmissão de ordens por conta de outrem	29	0	5	3	1	0	0	0	0	0	1	5	2	3	50	49
Execução de ordens por conta de outrem - Merc. Contado	25	0	6	3	0	0	0	0	0	0	1	3	0	1	38	39
Execução de ordens por conta de outrem - Merc. Prazo	20	0	3	2	0	0	0	0	0	0	1	3	0	1	29	30
Gestão de carteiras por conta de outrem	18	0	5	2	0	13	12	0	0	0	0	3	2	0	54	55
Colocação em ofertas públicas de distribuição	27	0	4	3	0	0	0	0	0	0	0	6	0	1	42	41
Negociação por conta própria em VM	30	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	5	1	1	39	39
Registo e depósito de Instrumentos Financeiros	28	0	6	2	0	0	1	0	0	0	1	6	2	1	47	47
Serviço de câmbios e aluguer de cofres	27	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	4	1	1	36	35
Concessão de crédito	27	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	5	1	0	37	34
Consultoria sobre a estrutura do capital	26	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	5	0	1	36	34
Consultoria para investimento	20	0	4	3	6	12	11	0	0	0	0	5	2	1	61	64
Assistência em oferta pública relativa a VM	26	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	33	33
Elaboração de estudos de investimento / análise financeira	12	0	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15	18
Serviços e actividades enunciados no n.º 1 do artigo 290.º do CódVM	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Gestão de instituições de investimento colectivo mobiliário	1	0	0	0	0	0	21	0	0	0	0	0	0	0	21	22
Gestão de instituições de investimento colectivo imobiliário	1	0	0	0	0	0	11	30	0	0	0	0	0	0	40	42
Função de depositário de OICVM	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	23	21
Gestão de fundos de titularização de créditos	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	0	4	4
Gestão fundos capital de risco	1	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	4	4
Gestão de Sistemas de Negociação Multilateral	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 44 – Processos Administrativos de Fundos de Investimento em 2010

Tipologia de Fundo	Autorização para Constituição	Autorização para Alterações	Fusões ¹	Liquidações
OICVM	35	47	2	7
Fundos Harmonizados	34	43	2	7
Mercado Monetário	1	0	0	0
Tesouraria	6	6	1	0
Obrigações	4	18	0	1
Mistos	13	4	0	0
Acções	1	8	1	0
Fundos de Fundos	0	0	0	0
Garantidos	0	0	0	6
Flexíveis	9	7	0	0
FPA	0	0	0	0
FPR/E	1	4	0	0
Fundos Fechados	0	0	0	0
Outros Fundos Não Harmonizados	0	0	0	0
Fundos Especiais de Investimento	21	21	0	14
Fundos de Investimento Imobiliário	22	80	1	4
Abertos	1	10	1	1
Fechados	7	48	0	3
Arrendamento Habitacional	2	1	0	0
Fundos Especiais de Investimento Imobiliário	11	21	0	0
Fungepi	1	0	0	0
TOTAL	78	148	3	25

Fonte: CMVM.

¹ Considera-se, para efeitos da referida classificação, a tipologia do fundo incorporante.

Quadro Anexo 45 – Recepção de Ordens On-line

Intermediários Financeiros	Serviço	Sítio na Internet
Banco ActivoBank (Portugal), S.A.	activobank7.pt	www.activobank7.pt
Banco BPI, S.A.	BPI Net / BPI Net Bolsa	www.bancobpi.pt (www.bpinet.pt)
Banco Comercial Português, S.A.	Millenniumbcp	www.millenniumbcp.pt
Banco de Investimento Global, S.A.	bigonline	www.bigonline.pt
Banco Espírito Santo dos Açores, S.A.	BESnet Negócios dos Açores	www.besdosacores.pt
Banco Espírito Santo, S.A.	BESnet/BESnetwork	www.bes.pt
Banco L. J. Carregosa, S.A.	GoBulling Pro	www.gobulling.com
Banco Popular Portugal, S.A.	Banc@Online	www.bancopopular.pt
Banco Português de Investimento, S.A.	BPI Online	www.bpionline.pt
Banco Santander Totta, S.A.	NetBanco Particulares / NetBanco Empresas	www.santandertotta.pt
Banif - Banco de Investimento, S.A.	Binvestor	www.binvestor.com
Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A.	Banif@st	www.banif.pt/www.grupobanif.pt
Barclays Bank, Plc – Sucursal em Portugal	BarclaysNet	www.barclays.pt
BEST – Banco Electrónico Serv. Total, S.A.	bancobest.pt	www.bancobest.pt
Caixa - Banco de Investimento, S.A.	Caixadirecta invest	www.caixabi.pt/www.cgd.pt
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Crl	CA Online / CA Futuros	www.creditoagricola.pt/www.cafuturos.pt
Caixa Económica Montepio Geral	Net24	www.montepio.pt
Caixa Geral de Depósitos, S.A.	Caixadirecta on-line	www.cgd.pt (www.caixadirecta.cgd.pt)
Finibanco, S.A.	Fininet	

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 46 – Comercialização de fundos de investimento *On-line*

Intermediários Financeiros	Sítio na Internet
Banco ActivoBank, SA	www.activobank7.pt
Banco BPI, SA	www.bpinet.pt
Banco Comercial Português, SA	www.millenniumbcp.pt
Banco de Investimento Global, SA	www.bigonline.pt
Banco Espírito Santo dos Açores, SA	www.besdosacores.pt
Banco Espírito Santo, SA	www.bes.pt
Banco Popular Portugal, SA	www.bancopopular.pt
Banco Português de Investimento, SA	www.bpionline.pt
Banco Santander Totta, SA	www.santandertotta.pt
Banif - Banco Internacional do Funchal, SA	www.banif.pt
Barclays Bank Plc - Sucursal em Portugal	www.barclays.pt
Best - Banco Electrónico de Serviço Total, SA	www.bancobest.pt
Caixa Económica Montepio Geral	www.montepio.pt
Caixa Geral de Depósitos, SA	www.cgd.pt
Finibanco, SA	www.finibanco.pt

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 47 – Recomendações de Investimento por Intermediário Financeiro

	N.º	Peso
BPI <i>Equity Research</i>	104	14,5%
<i>Millennium Investment Banking</i>	78	10,9%
<i>Goldman Sachs</i>	46	6,4%
<i>Espírito Santo Equity Research</i>	43	6,0%
<i>Macquarie</i>	43	6,0%
Caixa Banco de Investimento	38	5,3%
<i>Citigroup</i>	37	5,2%
<i>Fidentiis Equities</i>	32	4,5%
UBS	27	3,8%
Outros	270	37,6%
Total	718	

Fonte: Intermediários Financeiros.

Quadro Anexo 48 – Cinco Principais Emitentes Objecto de Recomendações de Investimento

Emitente	2009	Emitente	2010
PT	9,1%	PT	12,3%
Jerónimo Martins	8,6%	EDP Renováveis	9,1%
EDP Renováveis	8,1%	Jerónimo Martins	9,1%
BES	6,9%	Galp Energia	8,4%
EDP	5,6%	Brisa	6,0%
Outros	61,7%	Outros	55,3%

Fonte: Intermediários financeiros



CMVM

ANEXO 4B – SUPERVISÃO E REGULAÇÃO

Quadro Anexo 49 – Número de Comunicações Efectuadas por Emitentes através do Site da CMVM

– 20 Primeiros

Emitente	Nº de documentos
Banco Comercial Português, SA	512
Banco Espírito Santo, SA	290
Portugal Telecom, SGPS, SA	246
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA	187
Banco BPI, SA	182
Caixa Económica Montepio Geral	179
Banco Santander, SA	164
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA	158
Banco Popular Español, SA	156
Brisa - Auto Estradas de Portugal, SA	156
EDP - Energias de Portugal, SA	129
Banco Santander Totta, SA	124
ZON MULTIMÉDIA - Serviços de Telecomunicações e Multimédia - SGPS, S.A	123
Mota-Engil, SGPS, SA	96
Galp Energia, SGPS, SA	87
Caixa Geral de Depósitos, SA	79
EDP Renováveis, SA	76
Sonae - SGPS, SA	74
Jerónimo Martins - SGPS, SA	73
Martifer - SGPS, SA	70

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 50 – Número de Comunicações Efectuadas por Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento através do Site da CMVM

Sociedade gestora	Nº de documentos
Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos, SA	469
ESAF - Espírito Santo Fundos de Investimento Mobiliário, SA	445
Millennium BCP Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, SA	355
Santander Asset Management - Sociedade Gestora Fundos Investimento Mobiliário, SA	297
Interfundos - Gestão de Fundos de Investimento Imobiliário, SA	273
ESAF - Espírito Santo Fundos de Investimento Imobiliário, SA	269
Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA	264
BPI Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA	187
Barclays Wealth Managers Portugal - SGFIM, SA	172
BBVA Gest - Sociedade Gestora de Fundos Investimento Mobiliário, SA	134
Montepio Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, SA	118
Finivalor - Sociedade Gestora de Fundos Mobiliários, SA	108
Crédito Agrícola Gest - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA	104
Fundimo - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário, SA	99
Popular Gestão de Activos - Sociedade Gestora Fundos Investimento, SA	92
Fund Box - Sociedade Gestora de Fundos Investimento Imobiliário, SA	89
BPN Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA	70
Norfin - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliários, SA	57
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários, SA	38
BPN Imofundos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário, SA	34

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 51 - Consultas ao Sítio da CMVM relativas à Transparência dos Custos de Intermediação Financeira e de Gestão de Fundos de Investimento

	2008	2009	2010	2008-2010
Custos de Intermediação Financeira	60.451	76.956	50.596	188.003
Gestão de Fundos de Investimento	53.384	60.045	51.588	165.017
Total	113.835	137.001	102.184	353.020

Fonte: CMVM.



CMVM

Quadro Anexo 52 – Consultas Públicas

N.º Consulta	Assunto	Período Consulta	N.º respostas
Documentos da CMVM			
1/2010	Consulta Prévia à Emissão de Regulamentação sobre Informação relativa a Produtos Financeiros Complexos	17 de Fevereiro a 19 de Março de 2010	14
2/2010	Alteração ao Regulamento da CMVM n.º 2/2000 relativo ao Sistema de Indemnização aos Investidores	19 de Fevereiro de 2010	4
3/2010	Alteração ao Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário e ao Regulamento da CMVM n.º 8/2002 sobre Fundos de Investimento Mobiliário	12 a 31 de Maio de 2010	36
4/2010	Projecto de Regulamento sobre Interesses a Descoberto Relevantes sobre Acções	1 a 11 de Junho de 2010	6
5/2010	Projecto de Regulamento que Alarga os Deveres de Reporte de Transacções de Derivados em OTC (Alteração ao Regulamento da CMVM n.º 2/2007)	18 a 31 de Outubro de 2010	1
Documentos do CNSF			
1/2010	Projecto de Recomendações relativas à Gestão da Continuidade de Negócios no Sector Financeiro	18 de Maio a 18 de Junho de 2010	8

Fonte: CMVM.

Quadro Anexo 53 – Situação Geral dos Processo de Reclamação

Natureza dos Processos	Situação dos Processos	2010		2009	Δ% 2009-2010
		N.º	% do Total	% do Total	
Reclamações	Resolvidas (R)	1.225	71%	22%	49%
	Resolvidas a contento	882	72%	n.d.	n.d.
	Arquivadas	28	2%	8%	-6%
	Fora da competência da CMVM	63	5%	3%	2%
	Proposta a intervenção da Supervisão	64	5%	5%	0%
	Pendentes (P)	480	29%	78%	-49%
TOTAL (R+P)		1.705	100%	100%	

Fonte: CMVM.

Nota: Os dados de 2009 não incluem as reclamações relativas ao Banco Privado Português.



CMVM

Quadro Anexo 54 – Súmula dos Principais Assuntos Versados nos Processo de Reclamação

Assuntos	2009	2010	Δ % 2009/2010
	N.º	N.º	
Informação deficiente prestada por Intermediários Financeiros	181	184	1,7%
Cobrança de comissões por Intermediários Financeiros	23	31	34,8%
Deficiente prestação de informação na comercialização de Organismos de Investimento Colectivo	542	75	-86,2%
Deficiente prestação de informação na comercialização de Produtos Financeiros Complexos	166	35	-78,9%
Deficiente prestação de informação na comercialização de Papel Comercial	149	11	-92,6%
Deficiente prestação de informação na comercialização de Obrigações	77	45	-41,6%
Deficiente prestação de informação na comercialização de Swaps de Taxa de Juro	52	33	-36,5%
Informação deficiente prestada por Entidades Emitentes (*)	16	0	-100,0%
Mercados	17	2	-88,2%
Actuação em warrants	0	0	0,0%
Fora da Competência	32	35	9,4%
Intermediação Financeira Não Autorizada	4	0	-100,0%
Outros	13	109	738,5%
	1.272	560	-56,0%

Fonte: CMVM.

Obs.: (*) Em 2008, inclui o efeito da matéria venda de acções próprias BCP (2000-2001).

Nota: Não inclui as reclamações relativas ao Banco Privado Português.

Quadro Anexo 55 – Entidades Reclamadas

Reclamados	2006	2007	2008	2009	2010
Intermediários financeiros	170	205	578	1204	556
Entidades emitentes	72	18	140	16	69
Sector Segurador	n.a.	n.a.	41	15	0
Serviços Financeiros Postais	n.a.	n.a.	19	1	0
CMVM	2	0	0	0	0
Euronext	5	0	0	2	0
Intermediários Financeiros não Registados	6	13	5	4	0
Outras Entidades/Indeterminados	16	43	20	30	3
TOTAL	271	279	803	1.272	1.272

Fonte: CMVM.

Legenda: n.a. - não aplicável.

Nota: Não inclui as reclamações relativas ao Banco Privado Português.



CMVM

Quadro Anexo 56 – Opiniões dos Auditores em Relação às Contas Anuais de 2009

Relatório de Auditoria elaborado por auditor registado na CMVM	Exercício 2009	
	Contas Individuais	Contas Consolidadas
RESERVAS DE OPINIÃO		
Relatórios Sem Reservas	56	56
Relatórios Com Reservas	4	3
TOTAL	60	59
Reservas de Opinião		
Imparidade de Activos	33,3%	20,0%
Continuidade	0,0%	0,0%
TOTAL	33,3%	20,0%
Reservas de Âmbito		
Imparidade de Activos	33,3%	40,0%
Continuidade	33,3%	40,0%
TOTAL	66,7%	80,0%

Fonte: CMVM.

Nota: Um relatório de auditoria pode ter mais do que um tipo de reservas.