



Relatório Anual Sobre a Atividade da CMVM e Sobre os Mercados de Valores Mobiliários

2013

CMVM

LISTA DE SIGLAS E ACRÓNIMOS

APB – Associação Portuguesa de Bancos

BCE – Banco Central Europeu.

BdP – Banco de Portugal.

BRIC – Brasil, Rússia, Índia e China.

CAPE – Cyclically Adjusted Price-Earnings.

CBPP – Covered Bond Purchase Programme.

CCC – Co-ordination Committee on Clearing.

CCP – Central Counterparties.

CDS – Credit Default Swap.

CE – Comissão Europeia.

CEMA – Committee on Economic and Market Analysis.

CERS – Comité Europeu de Risco Sistémico.

CESR – Committee of European Securities Regulators.

CFD – Contrato por Diferenças.

CIF – Comité de Inovação Financeira.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

CNEF – Comité Nacional para a Estabilidade Financeira.

CNSA – Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria.

CNSF – Conselho Nacional de Supervisores Financeiros.

CodVM. – Código dos Valores Mobiliários.

CVM – Central de Valores Mobiliários.

DMIF – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros.

EAIG – European Audit Inspection Group.

EBA – European Banking Authority.

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

EECS – European Enforcers Coordination Sessions

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.

EPS – Earnings Per Share.

ERSB – European Systemic Risk Board.

ERSE – Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos.

ESMA – European Securities and Markets Authority.

ETF – Exchange Traded Fund.

ETN – Exchange Traded Note.

ETV – Exchange Traded Vehicle.

EUA – Estados Unidos da América.

FASB – Financial Accounting Standards Board.

FCR – Fundos de Capital de Risco.

FEEF – Fundo Europeu de Estabilidade Financeira.

FEI – Fundos Especiais de Investimento.

FEII – Fundos Especiais de Investimento Imobiliário.

FESE – Federation of European Securities Exchanges.

FII – Fundos de Investimento Imobiliário.

FINOVA - Fundo de Apoio ao Financiamento à Inovação.

FMI – Fundo Monetário Internacional.

FSB - Financial Stability Board.

FTC – Fundos de Titularização de Créditos.

FUNGEPI – Fundos de Gestão de Património Imobiliário.

HHI – Herfindahl-Hirschman Index.

IAS – International Accounting Standards.

IASB – International Accounting Standards Board.

ICI – Investment Company Institute.

ICR – Investidores em Capital de Risco.

IFRIC – IFRS Interpretation Committee.

IFRS – International Financial Reporting Standards.

IGCP – Instituto de Gestão do Crédito Público.

INE – Instituto Nacional de Estatística.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions.

IRC – Imposto sobre o Rendimento Coletivo.

IRS – Imposto sobre o Rendimento Singular.

LTCM – Long Term Capital Management.

LTRO – Long Term Refinancing Operations.

MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública.

MIBEL – Mercado Ibérico de Eletricidade.

MP – Ministério Público

MSCI – Morgan Stanley Capital International.

MSCI ME– MSCI Mercados Emergentes.

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico.

OIA - Organismos de Investimento Alternativo

OIC – Organismos de Investimento Coletivo.

OICVM – Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários.

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

OPA – Oferta Pública de Aquisição.

OPI – Oferta Pública Inicial.

OPV – Oferta Pública de Venda.

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

OT – Obrigações do Tesouro.

OTC – Over-the-Counter.

PBR – Price-to-Book Ratio.

PER – Price Earnings Ratio.

PIB – Produto Interno Bruto.

PFC – Produtos Financeiros Complexos.

PME – Pequenas e Médias Empresas.

QREN – Quadro de Referência Estratégico Nacional.

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

SAFPRI – Sistema de Apoio ao Financiamento de Risco e Inovação.

SCR – Sociedades de Capital de Risco.

SCRR – Standing Committee on Risk and Research.

SEC95 – Sistema Europeu de Contas 95.

SESF – Sistema Europeu de Supervisores Financeiros.

SGFII – Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Imobiliário.

SGFIM – Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário.

SGPS – Sociedades Gestoras de Participações Sociais.

SII – Sistema de Indemnização aos Investidores.

SIVAM – Sistema Integrado de Vigilância de Abuso de Mercado.

SNC – Sistema de Normalização Contabilística.

SNM – Sistemas de Negociação Multilateral.

SGFTC – Sociedades Gestoras de Fundos de Titularização de Créditos.

TIR – Taxa Interna de Rentabilidade.

TR – Trade Repositories.

TREM – Transaction Report Exchange Mechanism.

UCITS – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

UE – União Europeia.

UEM – União Económica e Monetária.

VaR – Value-at-Risk.

VLGF – Valor Líquido Global dos Fundos.

WEO – World Economic Outlook.



ÍNDICE

LISTA DE SIGLAS E ACRÓNIMOS	2
ÍNDICE	7
LISTA DE QUADROS	12
LISTA DE GRÁFICOS	16
LISTA DE CAIXAS	22
1. OS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM 2013	23
1.1. O MERCADO INTERNACIONAL DE AÇÕES E DE OBRIGAÇÕES	23
1.1.1. Os Mercados Financeiros Internacionais	23
1.1.2. Os Mercados Acionistas e Obrigacionistas na União Europeia	49
1.2. OS MERCADOS DE DERIVADOS	58
1.3. FUNDOS DE INVESTIMENTO	69
2. O MERCADO PORTUGUÊS DE VALORES MOBILIÁRIOS	79
2.1 EVOLUÇÃO GLOBAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO DESTINO DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS	79
2.1.1. Evolução do Mercado de Ações	79
2.1.2. Rentabilidade e Atratividade do Mercado de Valores Mobiliários	93
2.1.3. Evolução da Importância Relativa do Mercado de Valores Mobiliários	98
2.2 EVOLUÇÃO GLOBAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO FONTE DE FINANCIAMENTO	105
2.2.1. O Mercado Nacional	105
2.2.2. Comparação entre o Mercado Nacional e Outros Mercados Europeus	118
2.3 EMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS	123

2.3.1	Ações	123
2.3.2	Obrigações	124
2.3.2.1.	Dívida Privada	124
2.3.2.2.	Dívida Pública	128
2.3.3.	Produtos Financeiros Complexos	130
2.4	O MERCADO SECUNDÁRIO	133
2.4.1.	Mercado a Contado	133
2.4.1.1	Capitalização Bolsista	133
2.4.1.2	Negociação	134
2.4.1.2.1	NYSE Euronext Lisbon	136
2.4.1.2.2	MEDIP	139
2.4.1.2.3	PEX	139
2.4.1.2.4	Admissões e Exclusões da Negociação em Bolsa	139
2.4.2.	Mercado a Prazo	140
2.4.2.1.	Mercado de Futuros e Opções	140
2.4.2.2.	Mercado de Derivados do MIBEL	141
2.4.3.	Sistema Centralizado de Valores Mobiliários	144
2.4.4.	Ofertas Públicas	146
2.4.4.1	Ofertas Públicas de Aquisição	146
2.4.4.2	Ofertas Públicas de Venda	147
2.4.4.4	Passaporte Europeu do Prospeto	148
2.4.5.	Declarações de Perda da Qualidade de Sociedade Aberta	149
2.4.6.	Aquisições Potestativas Tendentem ao Domínio Total	149
2.5	INTERMEDIACÃO FINANCEIRA	149
2.5.1.	Receção de Ordens por Conta de Outrem	149
2.5.2.	Execução de Ordens por Conta de Outrem	153
2.5.3.	Negociação por Conta Própria	155
2.5.4.	Day-Trading	157
2.5.5.	Registo e Depósito de Instrumentos Financeiros por Conta de	

Outrem	158
2.6 GESTÃO DE ATIVOS	159
2.6.1. Gestão Individual de Carteiras por Conta de Outrem	159
2.6.2. Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários e Fundos Alternativos	163
2.6.3. Participações em Instituições de Investimento Coletivo Estrangeiras Comercializadas em Portugal	171
2.6.4. Os Fundos de Investimento Imobiliário	172
2.7 TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS	173
2.8 CAPITAL DE RISCO	174
3. SUPERVISÃO E REGULAÇÃO	178
3.1. INTEGRIDADE, CREDIBILIDADE E SEGURANÇA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	178
3.1.1. Supervisão de Mercados, Entidades Gestoras de Mercados e Sistemas de Compensação e Liquidação	178
3.1.1.1. Supervisão das Estruturas de Negociação	178
3.1.1.2. Supervisão da Negociação	180
3.1.2. Supervisão à Atividade de Gestão de Ativos	182
3.1.2.1. Atividade de Supervisão Presencial	182
3.1.2.2. Supervisão aos Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário	185
3.1.2.3. Valorização de Ativos	186
3.1.2.4. Operações com Entidades Relacionadas	186
3.1.2.5. Relatórios Elaborados por Peritos Avaliadores de Imóveis	187
3.1.2.6. Capital de Risco	187
3.1.2.7. Titularização de Créditos	187
3.1.3. Supervisão de Outros Aspetos da Intermediação Financeira	188
3.1.3.1. Supervisão da Atividade de Análise Financeira	188
3.1.3.2. Supervisão dos Relatórios do Sistema de Controlo Interno	189

3.1.3.3. Supervisão dos Relatórios dos Auditores Externos sobre Relatórios e Contas de Fundos de Investimento e Respetiva Entidade Gestora	190
3.1.4. Supervisão de Emitentes de Valores Mobiliários Cotados	192
3.1.4.1. Supervisão da Informação Financeira	192
3.1.4.2. Apresentação de Informação Financeira	194
3.1.4.3. Participações Qualificadas e Elisões de Presunção	195
3.1.4.4. Governo das Sociedades	196
3.1.5. Registos e Autorizações	197
3.1.5.1. Operações	197
3.1.5.2. Gestão de Ativos	199
3.1.5.3. Outros Aspetos da Intermediação Financeira	203
3.1.5.4. Peritos Avaliadores de Imóveis	204
3.1.5.5. Auditores Externos	204
3.1.6. Supervisão de Auditores Externos	205
3.1.7. Contencioso	206
3.1.7.1 Contencioso Contraordenacional	206
3.1.7.2 Contencioso Extra Contraordenacional	210
3.1.8. Investigação e Crimes de Mercado	211
3.2. DEFESA DOS INVESTIDORES ENQUANTO AFORRADORES E CONSUMIDORES DE SERVIÇOS FINANCEIROS	224
3.2.1. Reclamações	224
3.2.2. Pedidos de Informação	227
3.2.3. Sistema de Difusão de Informação	229
3.2.4. Supervisão da Comercialização de Produtos Financeiros e da Publicidade a Instrumentos Financeiros	229
3.2.5. Literacia Financeira	232
3.3. REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO PORTUGUÊS	234
3.3.1. Reformas Legislativas e Regulamentares Concluídas e Principais Implicações	234

3.3.2. Reformas legislativas em curso	239
3.3.3. Coordenação Nacional da Supervisão e da Promoção da Estabilidade Financeira	243
3.4. ATIVIDADE INTERNACIONAL	246
3.4.1. Participação em Organismos Internacionais	246
3.4.1.1. Participação na ESMA	246
3.4.1.2. Participação na IOSCO	253
3.4.1.3. Participação no Comité Europeu de Risco Sistémico	254
3.4.3. Colégios de Reguladores	255
3.4.4. Outras Colaborações Internacionais	258
3.5. DESENVOLVIMENTOS PRÓXIMOS	261
4. ANEXOS:	266
ANEXO 1 - Principal Legislação Relativa ao Mercado de Valores Mobiliários Publicada em 2013	266
ANEXO 2 - Publicações	268

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Índices Acionistas MSCI (Variação do Valor do Índice em Euro)	23
Quadro 2 - Capitalização Bolsista nos Mercados Acionistas Europeus	54
Quadro 3 - Volume de Transações de Contratos de Futuros e Opções, por Região.....	60
Quadro 4 - Número de Contratos Negociados de Futuros e Opções, por Subjacente	61
Quadro 5 - Volume de Transações dos Principais Contratos de Futuros e de Opções por Tipo de Subjacente.....	62
Quadro 6 - As 10 Principais Bolsas de Derivados	66
Quadro 7 - Volume de Transações de Contratos de Futuros e Opções da NYSE Euronext ...	67
Quadro 8 - Subscrições Líquidas de Organismos de Investimento Coletivo Harmonizados por Tipo de Fundo em 2013	75
Quadro 9 - Spread Bid-Ask Relativo (Médio) dos Títulos do PSI20	86
Quadro 10 - Rentabilidade e Risco dos Diversos Tipos de Instrumentos Financeiros	94
Quadro 11 - Rentabilidade do Capital Acionista, Distribuição e Retenção de Dividendos	97
Quadro 12 - Variação dos Ativos por Tipo de Instrumento Financeiro (Total da Economia e de Particulares)	99
Quadro 13 - Peso Relativo do Mercado de Valores Mobiliários Face aos Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro	104
Quadro 14 - Variação dos Passivos por Tipo de Instrumento Financeiro (Total da Economia e das Sociedades Não Financeiras)	106
Quadro 15 - Fontes de Financiamento do Investimento por Escalão de Pessoal ao Serviço	112
Quadro 16 - Fatores Limitativos do Investimento em 2013	112
Quadro 17 - Estrutura de Financiamento da Variação do Ativo das Empresas Cotadas.....	116
Quadro 18 - Evolução Relativa da Capitalização Bolsista	118

Quadro 19 – Emissões de Ações por Sociedades Abertas, por Tipo de Ações	123
Quadro 20 – Emissões de Ações por Sociedades Abertas, Por Tipo de Ofertas	124
Quadro 21 – Montantes Colocados de Obrigações do Tesouro.....	129
Quadro 22 – Maturidade e Taxas Ponderadas das Obrigações do Tesouro	129
Quadro 23 – Montante Máximo Emitido e Valor Colocado de Produtos Financeiros Complexos.....	130
Quadro 24 – Valor Máximo de Emissão e Valor Colocado de Produtos Financeiros Complexos Com e Sem Garantia de Capital e de Remuneração	131
Quadro 25 – Quota de Mercado por Emitente e por Comercializador de Produtos Financeiros Complexos.....	132
Quadro 26 – Capitalização Bolsista.....	134
Quadro 27 - Valor de Transações no Mercado Secundário a Contado	137
Quadro 28 - Indicadores da Evolução da Liquidez das Ações Admitidas na NYSE Euronext Lisbon	138
Quadro 29 - Turnover por Segmentos de Mercado	139
Quadro 30 – Valores Mobiliários Admitidos e Excluídos no Mercado da NYSE Euronext Lisbon	140
Quadro 31 – Negociações em Contratos de Futuros.....	141
Quadro 32 - Valores Mobiliários Integrados na Central de Valores Mobiliários	145
Quadro 33 – Ofertas Públicas de Aquisição em 2013.....	147
Quadro 34 – Ofertas Públicas de Venda em 2013.....	148
Quadro 35 - Aprovação de Peças Publicitárias	148
Quadro 36 - Ordens Recebidas por Valor Mobiliário	150
Quadro 37 – Valor das Ordens Recebidas por Instrumento Financeiro Derivado	151
Quadro 38 – Valor das Ordens Recebidas por Conta de Outrem, por Tipo de Investidor	152
Quadro 39 - Transações Executadas em Mercado a Contado por Tipo de Valor Mobiliário .	153

Quadro 40 – Ordens Executadas por Instrumento Financeiro Derivado	154
Quadro 41 - Transações Executadas por Tipo de Mercado.....	155
Quadro 42 - Negociação por Conta Própria no Mercado a Contado por Tipo de Valor Mobiliário	156
Quadro 43 - Negociação por Conta Própria por Instrumento Financeiro Derivado	157
Quadro 44 - Dados Agregados sobre <i>Day-Trading</i>	157
Quadro 45 - Distribuição do <i>Day-Trading</i> por Canal e por Tipo de Investidor.....	158
Quadro 46 - Titulares Por Tipo de Valor Mobiliário.....	159
Quadro 47 – Estrutura da Carteira dos Fundos de Investimento Imobiliário.....	172
Quadro 48 - Estrutura da Carteira dos FTC	173
Quadro 49 – Valor da Carteira de Investimentos das SCR.....	175
Quadro 50 – Valor da Carteira de Investimentos dos FCR.....	175
Quadro 51 – Valor da Carteira de Investimento dos FCR e das SCR por Fase de Investimento.....	176
Quadro 52 – Ações de Supervisão Presenciais.....	183
Quadro 53 – Matérias Analisadas nas Ações de Supervisão Presenciais.....	184
Quadro 54 – Relatórios dos Auditores Relativos às Contas dos Fundos Mobiliários e Imobiliários.....	191
Quadro 55 - Registo Operações/Aprovações Prospetos	198
Quadro 56 - Processos Administrativos de Fundos de Investimento em 2013.....	200
Quadro 57 - Processos Administrativos de Titularização de Créditos	202
Quadro 58 - Emissões de Obrigações Titularizadas	202
Quadro 59 - Registo de Peritos Avaliadores de Imóveis.....	204
Quadro 60 – Registo de Auditores Externos.....	205
Quadro 61 - Processos de Contra-ordenação em 2013	208

Quadro 62 - Contencioso Extra-Contraordenacional em 2013	211
Quadro 63 - Total de Reclamações Entradas por Entidade	224
Quadro 64 - Total de Reclamações Por Tipo de Instrumento Financeiro	225
Quadro 65 - Resolução das Reclamações Concluídas Contra Intermediários Financeiros....	226
Quadro 66 - Número de Comunicações Efetuadas/Inseridas no Sítio da CMVM na Internet	229



LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução do Produto Interno Bruto em diversos Blocos Económicos	24
Gráfico 2 - PER dos Principais Índices Mundiais.....	25
Gráfico 3 - Evolução do CAPE medido através de médias móveis a cinco anos e de componentes não observáveis (UCM)	27
Gráfico 4 - Lucros estruturais e ciclo medidos através do método de componentes não observáveis	27
Gráfico 5 - EPS e Dividend Yield dos Principais Índices Mundiais	28
Gráfico 6 – Evolução das Taxas de Juro de Curto Prazo a Três Meses (Esquerda) e Taxa Interna de Rentabilidade do Índice Obrigacionista de Dívida Pública a 10 anos (Direita)	29
Gráfico 7 – Retorno Acumulado e Co-Movimento dos Títulos do Setor Financeiro na Zona Euro	30
Gráfico 8 - Indicador de Stress Financeiro Westpac	32
Gráfico 9 - Evolução da Taxa de Câmbio do Euro (Valores de Final de Ano)	33
Gráfico 10 – Volatilidade Histórica e Implícita.....	33
Gráfico 11 - Volatilidade Implícita vs. Volatilidade Histórica (30 dias).....	34
Gráfico 12 – Co-movimento das Séries de Rentabilidades de Dívida Pública, de Dívida Privada, de Índices de Ações, de Taxas de Câmbio, de Metais e de Outros	35
Gráfico 13 – Evolução dos Prémios dos Contratos de CDS a 5 Anos de Países da Zona Euro	37
Gráfico 14 – Correlação Média das Variações dos Prémios dos contratos de CDS de Países da Zona Euro e Variância Explicada Pela Primeira Componente Principal	37

Gráfico 15 – Coeficientes de Correlação entre a Variação dos Prémios dos CDS de Países da Zona Euro e a Variação do Itraxx Europe Subordinated Financials (Janelas Móveis a Um Ano)	38
Gráfico 16 – Evolução dos índices MSCI European Monetary Union e iTraxx Sovx Western Europe (Esquerda), e Volatilidade e Correlação das respetivas variações (Direita).....	39
Gráfico 17 – Volatilidade Anualizada das Variações Percentuais dos Prémios de CDS	39
Gráfico 18 – Coeficientes de Correlação entre a Variação dos Prémios dos CDS de Países da Zona Euro e a Variação do Prémio de Risco de Crédito das Obrigações do Tesouro a Cinco Anos (Janelas Móveis a Um Ano)	40
Gráfico 19 – Evolução da Base dos CDS de Países da Zona Euro.....	41
Gráfico 20 – Prémio de Risco de Crédito das Obrigações do Tesouro Portuguesas face às Alemãs – Por Maturidade	42
Gráfico 21 – Ofertas Públicas - Total.....	48
Gráfico 22 – Variação Anual dos Principais Índices Acionistas de Mercados de Valores Mobiliários Europeus (em %).....	50
Gráfico 23 - Valor Transacionado em Ações nas Bolsas de Valores da União Europeia (Quota de Mercado)	51
Gráfico 24 – Valores Emitidos e Número de Novas Emissões de Ações na Europa	52
Gráfico 25 – Peso das várias plataformas de negociação de ações (% do valor negociado)	53
Gráfico 26 – Índices obrigacionistas.....	55
Gráfico 27 – Valor Transacionado em Obrigações nas Bolsas de Valores da União Europeia (Quota de Mercado)	56
Gráfico 28 – Valor Total de Novas Emissões de Obrigações na Europa (10 ⁹ USD).....	57
Gráfico 29 - Taxa Interna de Rentabilidade de Índices Obrigacionistas de Dívida Pública a 10 anos (Europa).....	58
Gráfico 30 - Evolução do Número de Contratos Negociados.....	59
Gráfico 31 - Derivados sobre Índices de Ações, Volatilidade Histórica e Preço à Vista do	

Subjacente	63
Gráfico 32 - N.º de contratos de derivados de Taxas de Juro, Volatilidade Histórica e Preço no Mercado à Vista do Respetivo Subjacente.....	64
Gráfico 33 – Mercadorias	65
Gráfico 34 - Valor Nocial do Mercado de Derivados OTC	68
Gráfico 35 - Quota de Mercado em Valor Nocial por Categoria de Derivado	68
Gráfico 36 – Quota de Mercado de Ativos Sob Gestão de Organismos de Investimento Coletivo Harmonizados e Não Harmonizados	70
Gráfico 37 – Depósitos e Valor Líquido Global dos OICVM em percentagem do PIB entre 2004 e 2013 para alguns países selecionados.....	71
Gráfico 38 – Ativos Sob Gestão de Organismos de Investimento Coletivo na Europa.....	73
Gráfico 39 – Variação do valor dos Ativos sob Gestão de Organismos de Investimento Coletivo	74
Gráfico 40 – Relevância Comparada de Ativos sob Gestão dos Organismos de Investimento Coletivo – Fundos Harmonizados (2013)	76
Gráfico 41 – Saldo Líquido de Investimento em Organismos de Investimento Coletivo Harmonizados e Fundos Especiais de Investimento em Portugal e por Tipo de Fundo (2013)	77
Gráfico 42 – Número de Participantes em Fundos de Investimento em Portugal (Esquerda) e VLGF Médio por Participante (Direita).....	78
Gráfico 43 – Índices PSI20 e PSI20 TR (Esquerda) e correlação entre os retornos do PSI-20 e de índices internacionais em janelas mensais (Direita).....	80
Gráfico 44 – Rentabilidade, Volatilidade e Transações do PSI20 (Esquerda) e correlação entre a volatilidade dos retornos do PSI-20 e de índices internacionais em janelas mensais (Direita)	80
Gráfico 45 – Volatilidade e Correlações	81
Gráfico 46 – Bid-Ask Spread dos Títulos que Integram o PSI20 e Valor da Primeira Componente Principal (Valores Normalizados)	87

Gráfico 47 – Bid-Ask Spread, Indicador de Amihud, Rotação do Capital e Valor das Transações (Turnover)	88
Gráfico 48 – Indicador Compósito de Liquidez (Esquerda) e sua Correlação Com os Retornos Mensais dos Índices Acionistas (Direita)	88
Gráfico 49 – Value-at-Risk do PSI20 TR a 10 Dias	89
Gráfico 50 – Variação Anual das Cotações de Empresas do PSI20	90
Gráfico 51 – PER de Empresas do PSI20	91
Gráfico 52 – PER de Alguns Mercados Europeus	91
Gráfico 53 – Evolução do CAPE e dos Lucros Estruturais do PSI20 (Média Móvel a Cinco Anos)	92
Gráfico 54 – PBR de Empresas do PSI20	93
Gráfico 55 – Remuneração Acumulada de Diversas Aplicações Financeiras	95
Gráfico 56 – Peso dos Ativos Financeiros em percentagem do PIB na Zona Euro	100
Gráfico 57 – Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Ativos Financeiros Detidos - Portugal	102
Gráfico 58 – Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Ativos Financeiros Detidos - Zona Euro	103
Gráfico 59 – Subscrições Líquidas de OICVM versus Saldos de Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro - Portugal	104
Gráfico 60 – Peso dos Passivos Financeiros (em percentagem do PIB) na Zona Euro	108
Gráfico 61 – Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Passivos Detidos pelo Total da Economia e por Particulares, na Zona Euro	109
Gráfico 62 – Sociedades Não Financeiras - Passivos Financeiros (em percentagem do PIB) (esq.) e Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Passivos (dir.) na Zona Euro	110
Gráfico 63 – Financiamento de Novo Investimento em Portugal	111
Gráfico 64 – Rácio entre os Juros Pagos e o Valor Agregado dos Empréstimos de Empresas	

Privadas Não Financeiras	113
Gráfico 65 - Rácio entre o EBITDA e os juros suportados e o rácio entre o EBITDA e a soma do capital próprio e financiamento obtido (à esquerda), e rácio entre os lucros obtidos e os capitais próprios (à direita)	114
Gráfico 66 - Crédito do Setor Bancário (Outras Instituições Financeiras Monetárias) a Sociedades Não Financeiras	115
Gráfico 67 - Valor Contabilístico da Dívida das Empresas em Percentagem do Valor de Mercado dos Capitais Próprios (<i>Book Debt to Market Equity Ratio</i>).....	119
Gráfico 68 - Valor Contabilístico da Dívida em Percentagem do Valor de Contabilístico dos Capitais Próprios (<i>Book Debt to Book Equity Ratio</i>)	120
Gráfico 69- Evolução do Rácio Disponibilidades face ao Ativo e EBITDA face ao Ativo	121
Gráfico 70 - Evolução Anual do Tobin-q e da Fixed Charge Coverage Ration (Empresas cotadas não Financeiras)	122
Gráfico 71 - Valor das Emissões de Obrigações	125
Gráfico 72 - Emissão de Obrigações por Tipo.....	126
Gráfico 73 - Taxa Média Ponderada do 1.º Cupão e Euribor a 6 Meses	127
Gráfico 74 - Evolução Mensal do Volume de Transações em Mercado Secundário.....	135
Gráfico 75 - Ordens Executadas como percentagem do total de ordens - Ações do PSI20	136
Gráfico 76 - Evolução da Negociação no Mercado a Prazo MIBEL (esq.) e Preço do contrato de futuros mês dezembro 2013 nos mercados a prazo (dir.) - 2013	143
Gráfico 77 - PTEL e SPEL no mercado à vista (€/MWh) - 2013.....	144
Gráfico 78 - Valores sob gestão e número de carteiras administradas (esq.) e valor da carteira média (dir.) por tipo de entidade.....	160
Gráfico 79 - Concentração do valor sob gestão por entidade (esq.) e por carteira (dir.)	161
Gráfico 80 - Composição das carteiras geridas (esq.) e das transações efetuadas (dir.) por conta de outrem.....	162
Gráfico 81 - Origem dos instrumentos representativos de dívida privada (esq.) e dívida	

pública (dir.)	163
Gráfico 82: Valor sob gestão por categoria (esq.) e por tipo de OICVM (dir.)	167
Gráfico 83: Subscrições Líquidas de Resgates	167
Gráfico 84: Estrutura da carteira dos OICVM (esq.) e FIA (dir.)	168
Gráfico 85: Origem dos instrumentos representativos de dívida privada (esq.) e dívida pública (dir.)	169
Gráfico 86: Liquidez na carteira dos OICVM e FIA	169
Gráfico 87: Número de Participantes em Fundos de Investimento (esq.) e Valor Médio por Participante (dir.).....	170
Gráfico 88 - Indicadores Agregados dos OICVM Estrangeiros (esq.) e Valor Colocado Por Ativo Dominante (dir.).....	171
Gráfico 89 - Supervisão da Informação Financeira - Ações Adotadas (esquerda) e Análises de Demonstrações Financeiras - Número de Emitentes (direita)	193
Gráfico 90 – Opinião dos Auditores	195
Gráfico 91 - Processos de Investigação Privilegiada – Número de Investidores Envolvidos	212
Gráfico 92 - Pedidos de Assistência Internacional por Congénere.....	220
Gráfico 93 – Número de pedidos de informação à CMVM (2010-2013)	228

Nota: Quando não indicado a fonte dos gráficos é a CMVM



LISTA DE CAIXAS

CAIXA I – ANÁLISE DO MERCADO DE CDS.....	42
CAIXA II - A ATENÇÃO DO INVESTIDOR E A EVOLUÇÃO DO PSI20	82
CAIXA III – ASPETOS RELEVANTES DO NOVO REGIME JURÍDICO DOS ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO E DO REGULAMENTO DA CMVM n.º 05/2013	163
CAIXA IV – DECISÕES JUDICIAIS EM 2013: CONTRAORDENAÇÕES	208
CAIXA V – INDÍCIOS DE ABUSO DE INFORMAÇÃO EM OPA	213
CAIXA VI – DECISÕES DE AUTORIDADES JUDICIÁRIAS EM 2013: CRIMES DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO	221
CAIXA VII – PROTOCOLO SOBRE A COMERCIALIZAÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS	231
CAIXA VIII – REFERENCIAL DE EDUCAÇÃO FINANCEIRA E FORMAÇÃO DE PROFESSORES	233
CAIXA IX – PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS NA EUROPA	247

1. OS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM 2013

1.1. O MERCADO INTERNACIONAL DE AÇÕES E DE OBRIGAÇÕES

1.1.1. Os Mercados Financeiros Internacionais

O ano de 2013 registou subidas de cotações na generalidade dos mercados acionistas. O índice global MSCI World valorizou-se 18,8%, quando os preços são expressos em Euro, e 24,1% quando medidos em USD. No entanto, a evolução dos mercados acionistas não foi homogénea nas várias regiões do globo. Os índices dos mercados ocidentais mantiveram a tendência de valorização evidenciada no ano anterior enquanto os mercados emergentes sul-americanos e asiáticos apresentam perdas no último ano. O excesso de retorno dos mercados desenvolvidos face aos emergentes é consistente com a hipótese de redirecionamento de capitais para os mercados ocidentais.

Quadro 1 - Índices Acionistas MSCI (Variação do Valor do Índice em Euro)

Índices Internacionais	2011	2012	2013
Índice Mundial	-4,7	11,2	18,8
América do Norte	1,5	10,9	22,1
América Latina	-19,3	3,8	-19,4
Europa	-11,1	13,1	16,5
Área do Euro	-17,6	15,1	20,4
Ásia	-16,4	16,3	-4,5
Pacífico	-13,6	9,0	10,3
Extremo Oriente	-14,2	7,1	15,6

Fonte: Bloomberg.

Nota: (i) As cotações que serviram de base ao cálculo das variações percentuais encontram-se expressas em euro; (ii) O índice Pacífico inclui o Japão.

Quando considerado um horizonte mais alargado, é possível identificar uma recuperação dos mercados acionistas face aos níveis evidenciados após a crise de 2008. Entre 2009 e o final de 2013,

o índice MSCI World cresceu 82,1%, enquanto na América do Norte esse crescimento foi de 122,0% e na Europa de 61,5% (variações medidas em Euro).

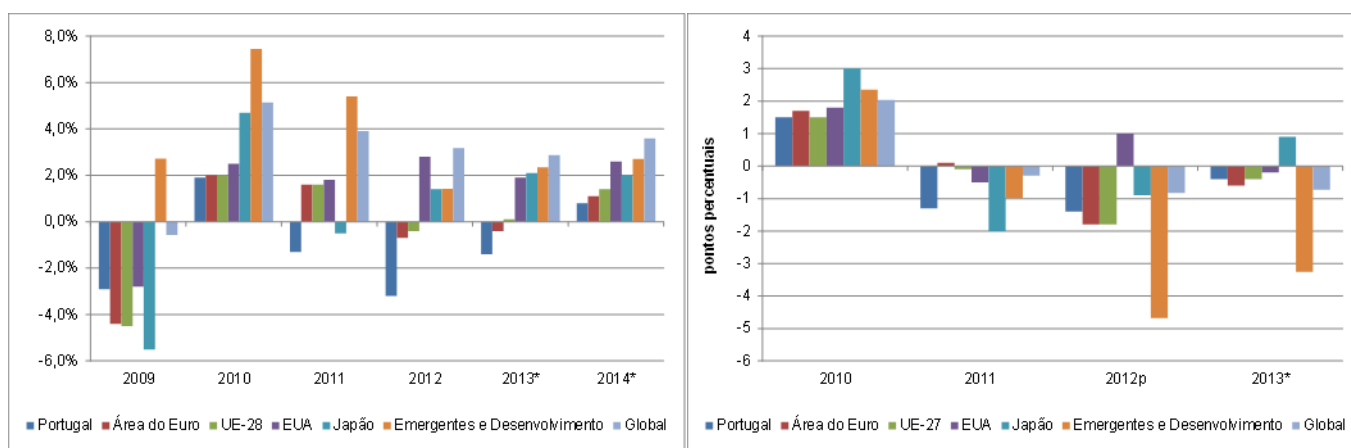
A evolução dos mercados financeiros continuou a ser marcada por alguma incerteza, a que não são alheias as perspetivas de crescimento da economia mundial. O Japão, os países emergentes e em desenvolvimento, a União Europeia (EU) e a Zona Euro tiveram um desempenho económico mais favorável do que o do ano anterior, embora na Zona Euro o PIB tenha ainda tido uma variação negativa. Nos Estados Unidos da América (EUA), inversamente, assistiu-se a uma desaceleração do crescimento económico. As estimativas mais recentes apontam para uma diminuição do ritmo de crescimento da economia mundial em 2013.

Quando se comparam os valores das taxas de crescimento do PIB com o valor da última previsão, formulada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), no outono do ano anterior, constata-se que as taxas de crescimento efetivas têm sido, com exceção de 2010 (e dos EUA em 2012 e do Japão em 2013), sistematicamente inferiores aos valores previstos. Este padrão, em que as diversas economias têm uma evolução inferior à esperada, mostra que se tem vivido num clima de incerteza e de subavaliação dos efeitos da crise económica e financeira, o que tem reflexos no comportamento dos investidores e no desempenho dos mercados financeiros.

Gráfico 1 – Evolução do Produto Interno Bruto em diversos Blocos Económicos

Taxa de Crescimento Real do PIB

**Diferença entre a Taxa de Crescimento Efetiva e Última
Previsão do FMI no Outono do Ano Anterior**



Fonte: Eurostat, FMI, INE.

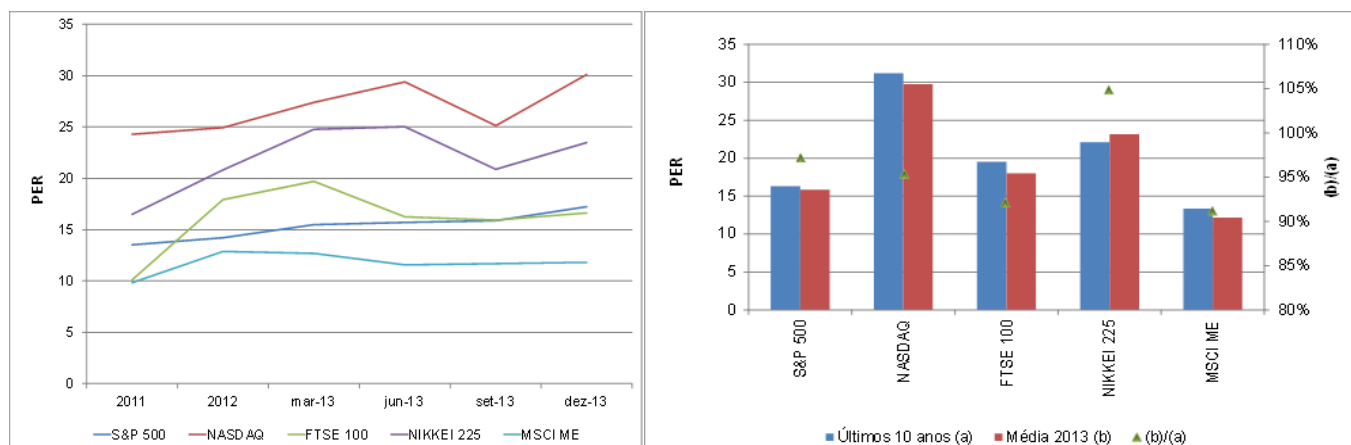
Nota: *Estimativa; p-Provisório.

O *price earnings ratio* (PER) - indicador dos preços relativos do mercado acionista - dos índices S&P500, Nikkei225 e NASDAQ aumentou, mantendo a tendência de recuperação, mas assistiu-se a uma diminuição no caso do FTSE100 e do MSCI ME. O PER do Nikkei225 e do NASDAQ tiveram uma oscilação muito significativa ao longo do ano, com a subida no último trimestre a permitir um aumento no final do ano. No caso do FTSE100, após uma aceleração do indicador no final de 2012 e no início de 2013, associada à recuperação dos preços das ações que compõem o índice, o PER caiu no segundo trimestre, seguindo-se uma tendência de crescimento mais moderada até ao final do ano.

Gráfico 2 - PER dos Principais Índices Mundiais

Valores de Final de Período

PER Médio 2013 vs PER Médio Últimos 10 Anos



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

A evolução observada denota um aumento do prazo necessário para a recuperação do investimento em ações, piorando assim as perspetivas de investimento nos mercados acionistas. Esse alargamento do prazo de recuperação do investimento estará, pelo menos em parte, associado à moderação do crescimento das economias europeia e mundial, e terá contribuído para a redução dos resultados das empresas que integram os índices analisados. Os PER anuais dos índices são inferiores à respetiva média histórica a dez anos, com exceção do Nikkei225, ocorrendo as diferenças mais significativas nos casos do MSCI ME e do FTSE100.

Introduzido por Campbell e Shiller (1988), o *Cyclically Adjusted Price-Earnings* (CAPE) é uma

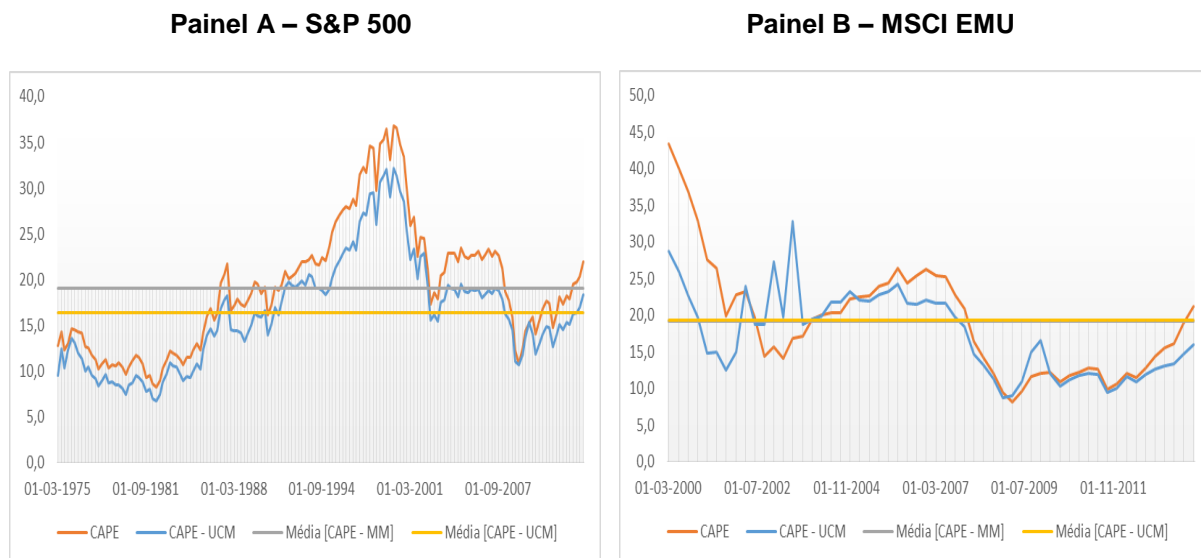
alternativa ao PER. O CAPE corresponde ao rácio entre o preço das ações de uma determinada empresa e os resultados por ação ajustados ao ciclo económico. Por comparação com o PER, o CAPE é menos influenciado pelas flutuações cíclicas dos resultados das empresas pois é previamente realizada a extração da componente conjuntural dos lucros. Desse modo, o CAPE é considerado mais adequado para medir a taxa de crescimento futura dos lucros 'estruturais' das empresas e as potenciais sobre/subvalorizações do preço das ações.

Embora na versão original o ajustamento dos resultados seja dado pelas médias móveis dos dez anos precedentes, na análise que se segue foram usadas médias móveis a cinco anos porquanto algumas séries de resultados por ação apresentam limitações em termos de dimensão da amostra. Este procedimento, apesar de prático e simples, é por vezes julgado pela sua falta de sofisticação técnica. Em alternativa é apresentado um modelo de decomposição, o de componentes não observáveis estimado a partir de modelos *state-space*.²

O PER do S&P 500 era de 18,2 no final de dezembro de 2013, ao passo que o CAPE medido através de médias móveis e do modelo de decomposição era de 22,0 e 18,3, respetivamente. Num e noutro caso o CAPE encontra-se acima da média histórica, o que sugere alguma sobrevalorização dos preços das ações neste mercado. No caso do índice MSCI EMU, o CAPE era de 21,2 e 16,0 em dezembro de 2013, conforme sejam utilizadas as médias móveis ou o modelo de decomposição, valores superiores ao PER do mesmo período, sendo que a média do CAPE se situa entre aqueles dois valores.

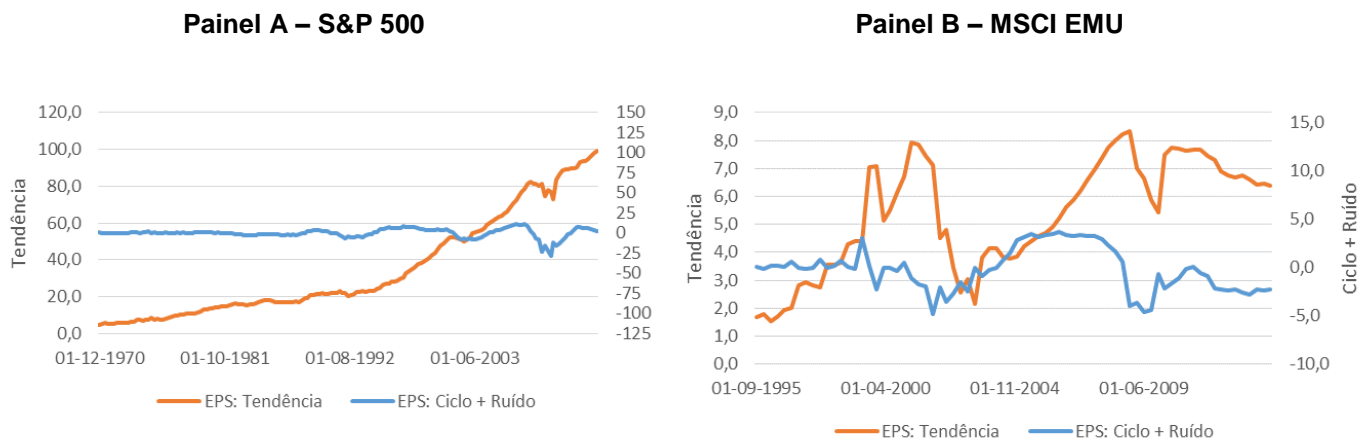
² Os resultados são decompostos nas componentes tendência (ou resultados estruturais) e efeitos cíclicos e ruído. Ambos os modelos foram aplicados aos resultados dos índices S&P 500 e MSCI EMU (este último índice relativo à Zona Euro). Para aumentar a eficiência na estimação e a solidez dos resultados foram utilizadas séries com o máximo possível de histórico, que não é idêntico nos dois casos. A estimação foi realizada com os dados de contas trimestrais.

Gráfico 3 - Evolução do CAPE medido através de médias móveis a cinco anos e de componentes não observáveis (UCM)



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM. Para mais informação sobre a metodologia de cálculo usada para obter este indicador, ver Relatório Anual Sobre a Atividade da CMVM e Sobre os Mercados de Valores Mobiliários 2012 – Caixa 3 (pag. 87-91).

Gráfico 4 - Lucros estruturais e ciclo medidos através do método de componentes não observáveis



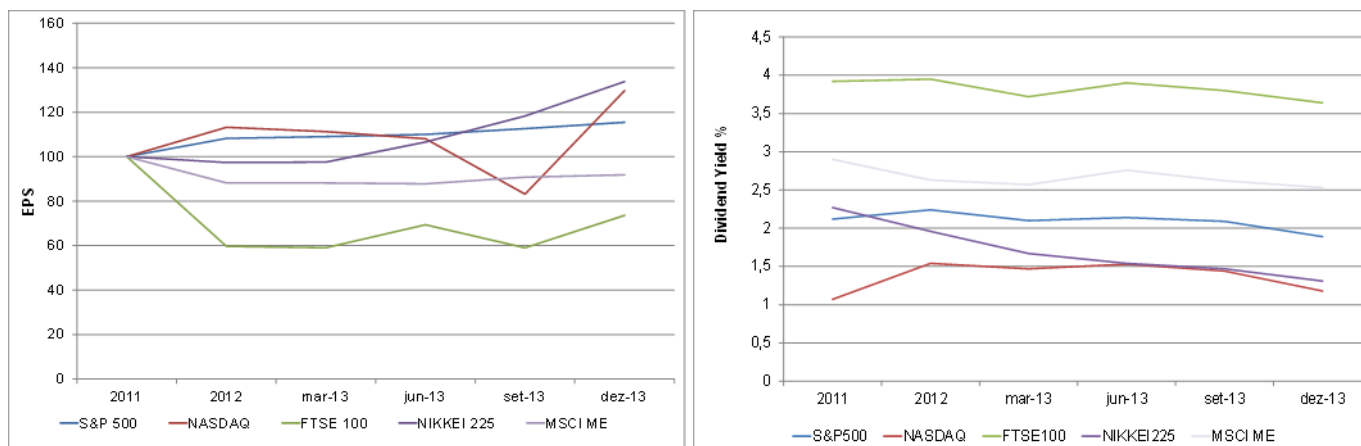
Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Os lucros estruturais cresceram 7,4% ao ano desde 1970 no caso do S&P 500 e 7,6% ao ano desde o início de 2000 no caso do MSCI EMU, com os lucros das empresas do S&P 500 a situarem-se apenas 0,7% acima da tendência no final de 2013. A série de lucros estruturais das empresas do MSCI EMU apresenta um padrão caracterizado por grandes oscilações ao longo do tempo, com o máximo histórico a corresponder a quase cinco vezes o valor mínimo, o que é significativo uma vez que a série tem menos de 15 anos. É de realçar, porém, que a componente cíclica era negativa no final de 2013, o que significa que ainda existe margem para o crescimento dos lucros das empresas em linha com os fundamentais de longo prazo.

Gráfico 5 - EPS e Dividend Yield dos Principais Índices Mundiais

EPS (Índice = 100 em 2011)

Dividend Yield (Valores em Final de Período)



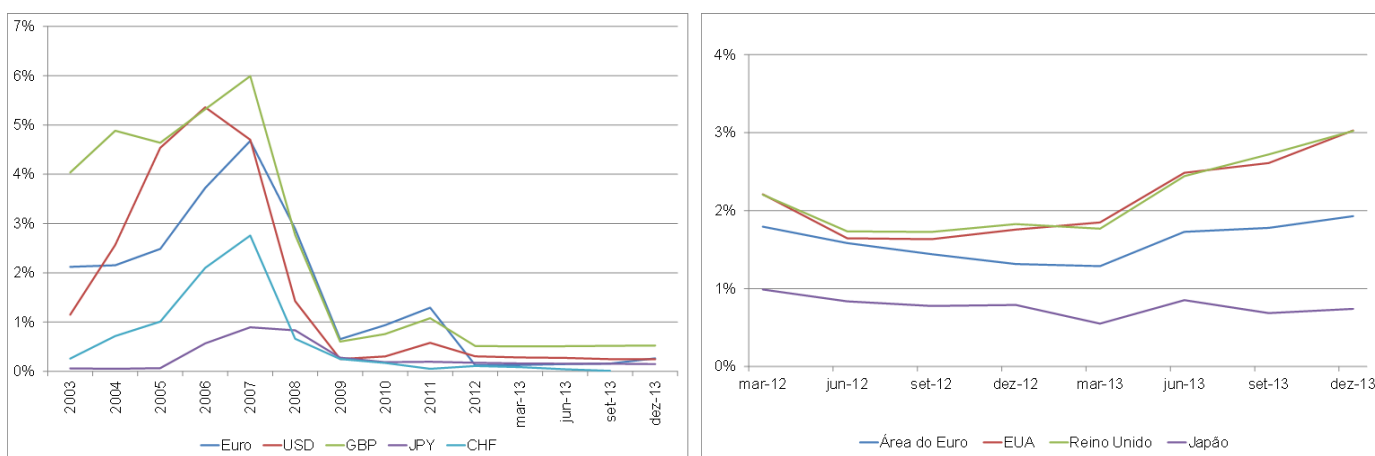
Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Todos os mercados conheceram aumentos dos *earnings per share* (EPS). Os mais significativos foram observados no Nikkei225, no FTSE100 e no NASDAQ, sendo que neste último caso se assistiu a uma forte oscilação do indicador na segunda metade do ano.

Outro indicador do preço relativo das ações é o *dividend yield*, resultante do quociente entre o dividendo distribuído e o preço da ação. Este indicador pode diminuir por efeito da redução dos dividendos ou por via do aumento dos preços. O *dividend yield* diminuiu em todos os casos, com o Nikkei225 a ter a

redução mais significativa e com o FTSE100 a apresentar de novo o valor mais elevado. Como os preços das ações em geral aumentaram em 2013, tal significa que os dividendos distribuídos caíram ou aumentaram mas menos do que o aumento dos preços, pelo que as empresas terão aumentado a sua capacidade de autofinanciamento num contexto de maiores restrições ao crédito bancário uma vez que os lucros empresariais aumentaram. Admitindo que os valores de final de ano se mantêm constantes, tal significa que seriam precisos cerca de 27 anos sem tomar em conta o valor do dinheiro no tempo para que o valor dos dividendos distribuídos por ação seja igual ao preço dessa ação no caso do FTSE100, e cerca de 85 anos no caso do NASDAQ.

Gráfico 6 – Evolução das Taxas de Juro de Curto Prazo a Três Meses (Esquerda) e Taxa Interna de Rentabilidade do Índice Obrigacionista de Dívida Pública a 10 anos (Direita)



Fonte: Bloomberg.

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

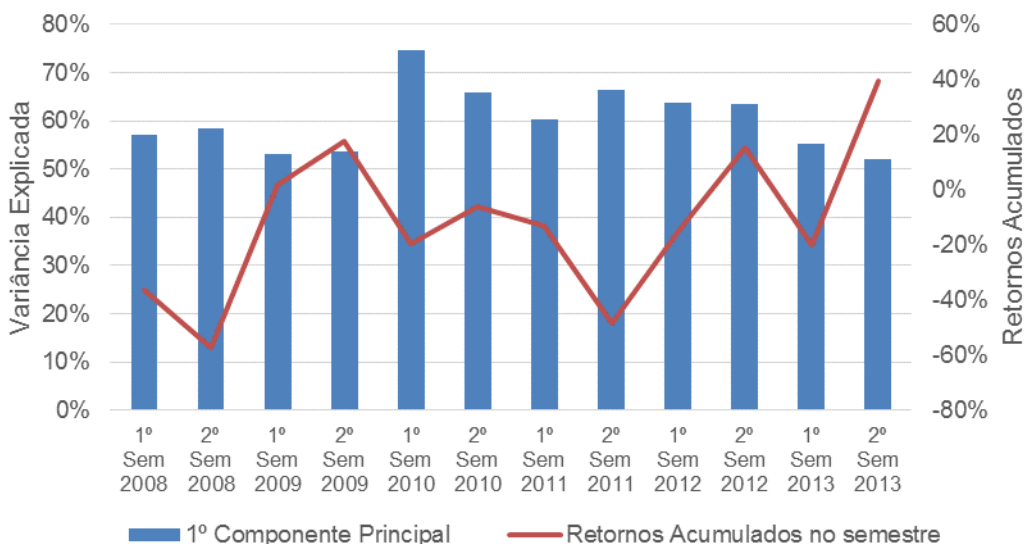
Uma alternativa para o financiamento das empresas é o mercado da dívida, onde as taxas de remuneração dos instrumentos emitidos são condicionadas pelas taxas de juro nos mercados interbancários. As taxas de juro interbancárias de curto prazo (três meses) mantiveram-se em níveis historicamente baixos e com uma grande estabilidade ao longo do ano. Das regiões apresentadas no Gráfico 6, a Suíça tinha a taxa mais reduzida no final do ano.

As taxas internas de rentabilidade da dívida pública das principais economias maduras inverteram a tendência de redução verificada nos anos anteriores e aumentaram, com exceção do caso do Japão, fruto da política monetária agressiva adotada nesse país. Esse aumento foi mais pronunciado nos casos dos EUA e do Reino Unido. A menor subida na Zona Euro poderá ser justificada pelo facto de,

embora a situação nos mercados de dívida de alguns países atingidos por crises orçamentais e financeiras mais agudas tenha melhorado, persistir ainda um menor desempenho económico face aos EUA e ao Reino Unido.

O Gráfico 7 mostra no segundo eixo vertical os retornos semestrais acumulados dos principais títulos do setor financeiro da Zona Euro (que compõem o índice DJ Eurostoxx Banks). Os retornos médios acumulados dos títulos que integram o índice DJ Eurostoxx Banks foram superiores a 9% em 2013. Não obstante, a evolução não foi homogénea, com os retornos a serem negativos (cerca de -20%) no primeiro semestre e positivos (+39%) no segundo. Uma das explicações para a má performance durante a primeira metade do ano foi a crise bancária cipriota que resultou na nacionalização dos maiores bancos do Chipre e num imposto extraordinário sobre os depósitos bancários naquele país.

Gráfico 7 – Retorno Acumulado e Co-Movimento dos Títulos do Setor Financeiro na Zona Euro



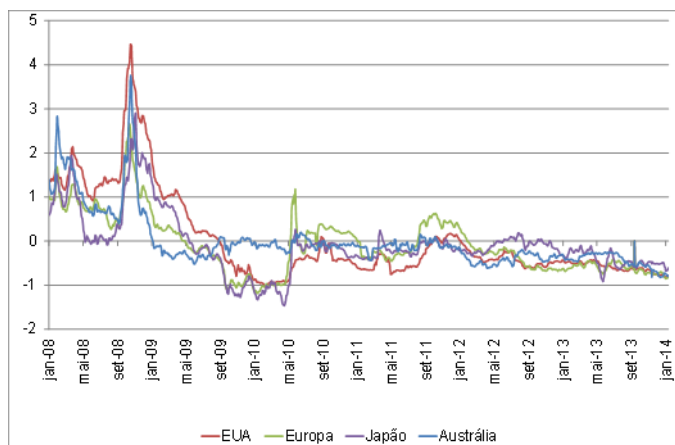
Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

O Gráfico 7 mostra ainda a percentagem da variância explicada pela primeira componente principal desses retornos. O método das componentes principais é uma ferramenta de análise exploratória de dados, que permite transformar um conjunto de variáveis correlacionadas em componentes ortogonais (isto é, não-correlacionadas). Esta transformação é definida de modo a que o primeiro componente principal tenha a maior variância possível (ou seja, que capture o máximo de variabilidade dos dados), e cada componente subsequente tenha a máxima variância sob a restrição de ser ortogonal às

componentes anteriores. Deste modo, a variância da primeira componente principal (ou o seu peso face à variância total das variáveis) reflete o mais importante dos co-movimentos (*comunalidades*) entre as variáveis. Neste contexto, uma elevada (baixa) percentagem da variância explicada pela primeira componente principal sinaliza elevado (baixo) risco de contágio entre as empresas do setor financeiro, na medida em que a cotação das ações emitidas por estas empresas está muito (pouco) correlacionado e, por isso, as ditas *comunalidades* são elevadas (baixas). A variância explicada pela primeira componente principal dos retornos dos títulos que integram o DJ Eurostoxx Banks caiu. Após um máximo alcançado no primeiro semestre de 2010, este indicador tem caído sustentadamente e atingiu o valor mínimo dos últimos cinco anos no segundo semestre. A análise conjunta dos dois indicadores permite assim concluir que o risco de contágio no setor bancário diminuiu por comparação com os anos anteriores.

O ano de 2013 foi ainda marcado pela manutenção da tendência de redução gradual da incerteza, em particular na Europa, favorecida pela inexistência de novas situações problemáticas. A conclusão dos programas de ajustamento irlandês e bancário espanhol contribuiu igualmente para a estabilização dos mercados financeiros e da economia. A redução da incerteza é bem evidenciada pela melhoria dos índices de *stress* financeiro (Gráfico 8) e de risco sistémico na generalidade das regiões e em particular na Europa. A combinação de melhores perspetivas macroeconómicas em alguns países europeus com a diminuição de tensões nos mercados de dívida soberana e com a manutenção das medidas de política monetária e de cedência de liquidez do Banco Central Europeu (BCE) traduziram-se na diminuição do indicador de risco sistémico do BCE e de risco sistémico nos mercados financeiros da European Securities and Markets Authority (ESMA) para níveis semelhantes aos verificados antes da crise do *subprime* de 2007.

Gráfico 8 - Indicador de Stress Financeiro Westpac³



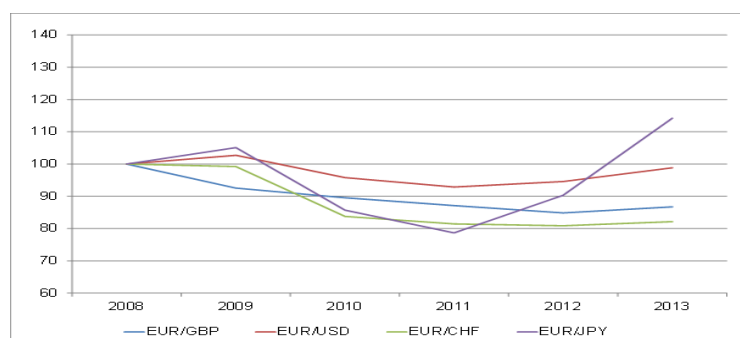
Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

A melhoria verificada na crise da dívida soberana em alguns países da Zona Euro permitiu uma recuperação do Euro face à generalidade das divisas, mais intensa relativamente ao iene japonês dada a política expansionista adotada naquele país que conduziu à desvalorização da sua moeda. A cotação no final do ano do EUR/USD foi de 1,38, uma recuperação de 4,5% face à verificada no final de 2012.

Nos mercados financeiros assistiu-se a uma diminuição da volatilidade dos índices acionistas dos mercados europeus, e da Zona Euro em particular, e a um aumento da volatilidade do índice do Pacífico. Em termos de perfil intra-anual, a volatilidade a 30 dias em fim de mês teve um pico em junho na generalidade dos mercados, a que se seguiu uma tendência de queda. No final do ano os valores de volatilidade de todos os índices regionais estavam mais próximos e eram inferiores aos do primeiro semestre, o que indicia maior acalmia nos mercados em todas as zonas geográficas.

³ O índice Westpac de *stress* financeiro é um indicador compósito calculado regularmente pelo grupo financeiro australiano homónimo que procura identificar períodos de *stress* financeiro utilizando dados de alta frequência relacionados com os mercados. Este indicador baseia-se em metodologia do FMI e recorre a sete variáveis recolhidas em cada mercado. Concretamente: o beta do sector bancário, o 'Ted' Spread, yield curve invertida, *spread* de obrigações de empresas (usando tipicamente informação dos CDS de obrigações soberanas), o retorno das ações, a volatilidade das ações (*time varying*) e a volatilidade da taxa de câmbio (igualmente *time varying*). As variáveis são estandardizadas pela respetiva média e desvio padrão antes de se proceder à construção do indicador compósito. O indicador final resulta da média das variáveis recolhidas e assim transformadas.

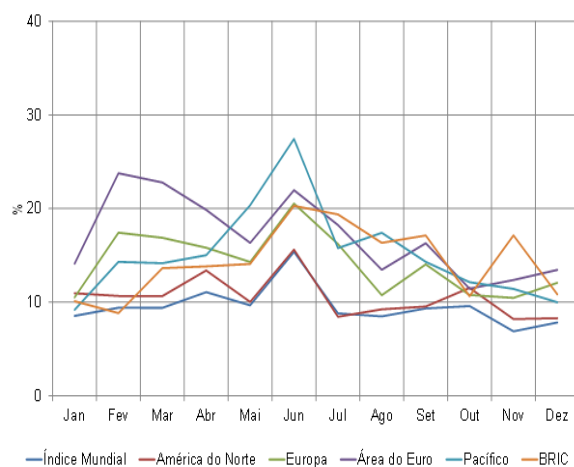
Gráfico 9 - Evolução da Taxa de Câmbio do Euro (Valores de Final de Ano)
(Índice = 100 em 2008)



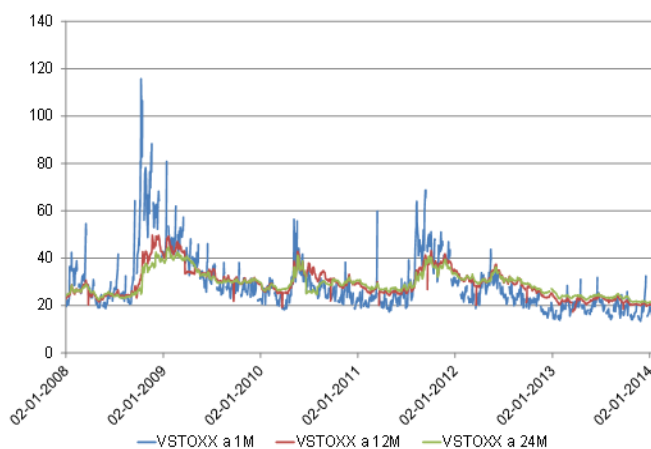
Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Gráfico 10 – Volatilidade Histórica e Implícita

Histórica (Índices Acionistas MSCI em 2013)



Implícita (Índice VSTOXX)

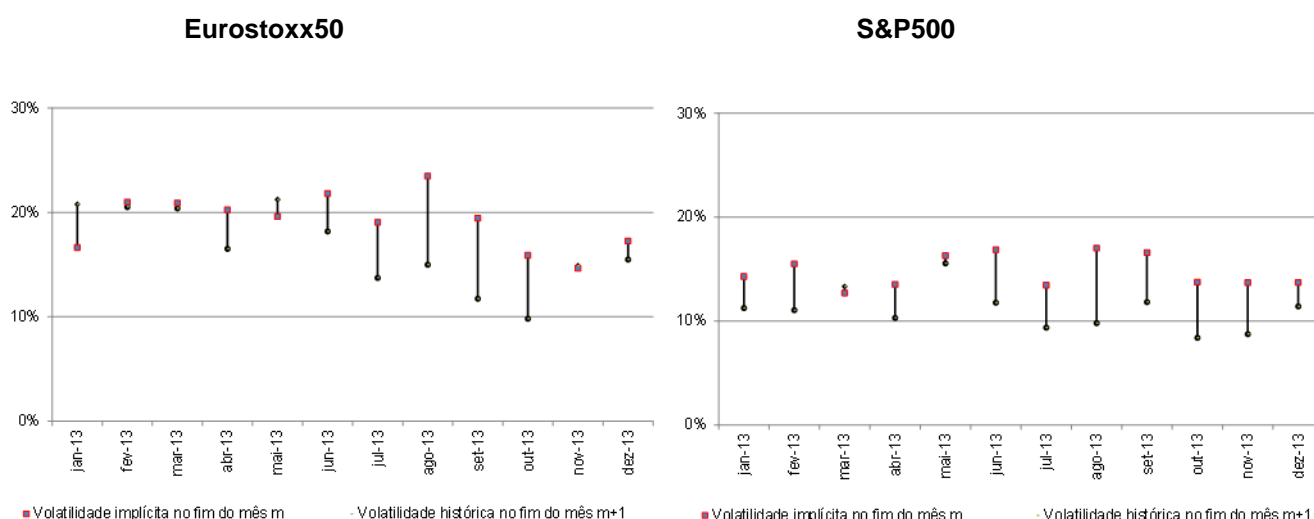


Fonte: Bloomberg, STOXX.COM, cálculos CMVM.

No gráfico seguinte compara-se, para os índices Eurostoxx50 e S&P500, a volatilidade implícita (do mês em causa) com a volatilidade histórica (do mês seguinte), procurando verificar em que medida períodos de maior turbulência são antecipados pelo mercado. A volatilidade implícita do Eurostoxx50

foi superior à volatilidade histórica em nove meses (valor de final de mês). Esta relação não se verificou em janeiro, abril e novembro, meses em que a maior instabilidade não parece ter sido antecipada pelo mercado pois a volatilidade implícita nas opções negociadas sobre o Eurostoxx50 não incorporou um nível de volatilidade tão elevado quanto o que se verificou na realidade. No caso do S&P500 a volatilidade implícita foi superior à histórica em 11 meses e só em março tal não se verificou embora estivessem muito próximas, o que é sinal de tendência para a estabilidade na América do Norte e de predominância de notícias positivas sobre os desenvolvimentos da situação económica neste bloco. Em ambos os casos se constata que em geral a volatilidade efetivamente observada nos mercados financeiros foi inferior à implícita, o que sugere uma convergência superior ao que era antecipado pelos agentes económicos.

Gráfico 11 - Volatilidade Implícita vs. Volatilidade Histórica (30 dias)

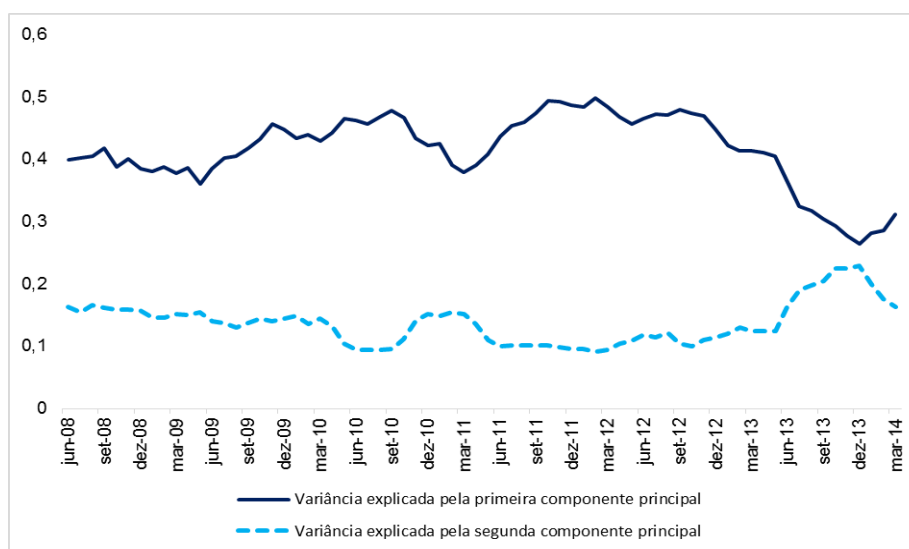


Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Analisando a evolução da volatilidade com base nos índices de volatilidade VSTOXX que permitem inferir acerca das expectativas dos investidores, verifica-se que nos anos anteriores à crise do *subprime* a estrutura de prazo da volatilidade era consistente com uma maior incerteza para horizontes temporais mais dilatados. A crise financeira em geral e, em particular, a crise da dívida soberana na Europa também se caracterizou por uma alteração na estrutura das volatilidades. Assim, quer no momento da falência do Lehman Brothers, quer quando dos pedidos de auxílio da Grécia, da Irlanda e de Portugal, bem como nos momentos de maior incerteza sobre a dívida soberana espanhola e italiana ou sobre

um eventual *default* da Grécia, a volatilidade para horizontes temporais mais curtos (um mês) foi manifestamente superior à relativa a prazos mais dilatados (um e dois anos), refletindo maior incerteza a curto do que a médio prazo. Apesar de alguns picos de instabilidade ocorridos em 2013, há uma clara reversão desde o início do ano, verificando-se, por um lado, uma redução geral da volatilidade para todos os horizontes temporais considerados e, por outro, volatilidades para horizontes temporais mais dilatados novamente superiores às registadas para o prazo de um mês. É ainda de realçar o regresso dos níveis de volatilidade a valores semelhantes aos de antes da crise. Este regresso à normalidade da estrutura de volatilidades parece sinalizar que os investidores consideram terem sido ultrapassadas as maiores dificuldades imediatas.

Gráfico 12 – Co-movimento das Séries de Rentabilidades de Dívida Pública, de Dívida Privada, de Índices de Ações, de Taxas de Câmbio, de Metais e de Outros



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM

A interligação entre as economias revela-se também pelas ligações com os mercados de derivados. A evolução da economia e a evolução dos preços e da procura de *commodities* estão intimamente relacionados, exercendo também efeitos no preço dos ativos financeiros. O Gráfico 12 é construído com base em 23 séries de rentabilidade das variáveis DAX, Dow Jones Industrial, Euro Stoxx 50, FTSE 100, Nasdaq 100, Russell 2000, S&P 500, Dívida Pública a 10 anos da Alemanha, Dívida Pública a 10

anos da França, Dívida Pública a 10 anos do Reino Unido, Dívida Pública a 10 anos dos Estados Unidos, Dívida Privada AAA, Dívida Privada BBB, pares cambiais EUR/CHF, EUR/GBP, EUR/JPY, EUR/USD, preços do ouro, da prata, do petróleo, do gás natural e do trigo, e VIX. O co-movimento das taxas de rentabilidade de diferentes grupos de instrumentos financeiros tem oscilado significativamente ao longo do tempo, revelando que o eventual contágio ou ligação entre mercados não tem tido sempre a mesma intensidade.

A variância explicada pela primeira componente principal reflete o comportamento integrado de um conjunto de índices de junho de 2008 a março de 2014. Os seus valores, que atingiram máximos nos dois anos anteriores, tiveram um comportamento descendente em 2013, acabando no final do ano por representar 26,4% da variância presente nas séries. Daí que os efeitos de contágio entre os diversos mercados terão diminuído de intensidade, num contexto de maior confiança dos agentes económicos e de maior estabilidade dos mercados mundiais, incluindo os financeiros.

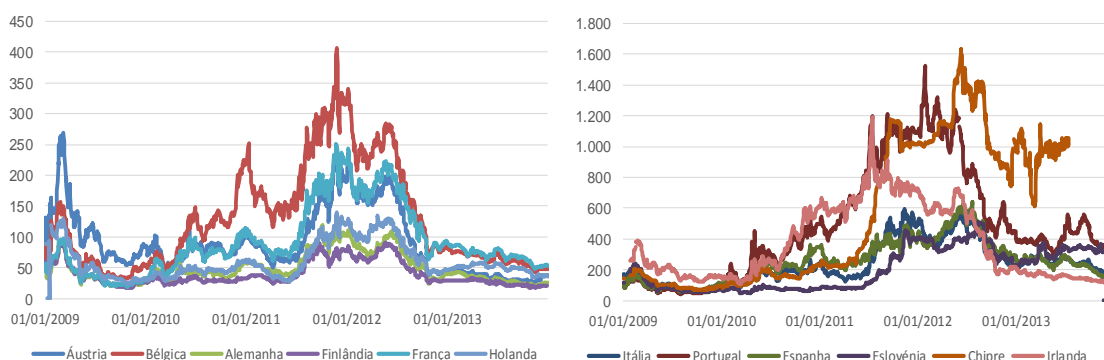
A composição da primeira componente registou igualmente alterações de relevo. Nos períodos de maior co-movimento, a primeira componente integrava uma grande diversidade de índices, designadamente dos mercados acionistas, dos mercados de dívida pública e de dívida privada, de algumas taxas de câmbio e de mercadorias. Os índices de mercadorias integravam mais do que uma componente principal, exibindo forte correlação com uma grande diversidade de outros índices. Em dezembro de 2013, por exemplo, a primeira componente principal integrava essencialmente índices acionistas e do mercado de divisas (da taxa de câmbio EUR/CHF), enquanto a segunda componente reunia índices de dívida pública e de dívida privada e a terceira incluía índices de metais preciosos (ouro e prata). Outros índices de mercadorias (petróleo, trigo e gás natural) encontravam-se dispersos por três componentes, revelando uma menor correlação com os demais índices, pelo que os mercados de mercadorias se encontravam no final do ano menos ligados aos mercados acionistas do que tinham estado num passado recente.

Outros indicadores que refletem a aversão ao risco e o sentimento de mercado dos investidores são os prémios dos contratos de CDS. A evolução destes indicadores no caso dos CDS com maturidade a cinco anos dos países integrantes da Zona Euro permite identificar uma redução desses prémios na generalidade dos países, incluindo os considerados mais seguros (Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Holanda). Países mais periféricos da Zona Euro (Itália, Espanha, Portugal, Eslovénia, Chipre e Irlanda) também evidenciam uma redução do prémio de risco, conquanto a maioria ainda tenha associados prémios superiores a 200 pontos base.

Quer a correlação média das variações dos prémios dos contratos de CDS de países da Zona Euro, quer a variância explicada pela primeira componente principal dessas variações aumentaram em 2013.

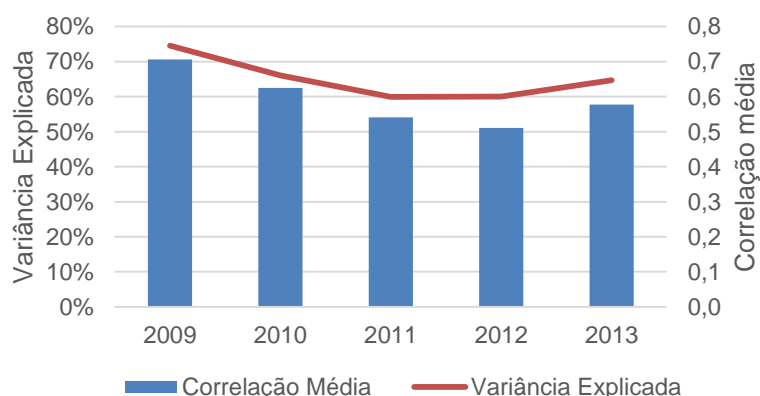
A correlação das variações dos prémios dos contratos de CDS foi de +0,58. O primeiro componente principal captura o co-movimento da variação dos prémios dos diversos países ao longo do tempo. A variância explicada pela primeira componente principal foi de 65%. Tanto a correlação média como a variância explicada pela primeira componente principal atingiram o seu pico em 2009 após a crise financeira norte-americana. O co-movimento diminuiu com a intensificação da crise das dívidas soberanas na Zona Euro, possivelmente refletindo as crescentes assimetrias na perceção de risco dos investidores acerca da dívida dos países do centro e da periferia.

Gráfico 13 – Evolução dos Prémios dos Contratos de CDS a 5 Anos de Países da Zona Euro



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

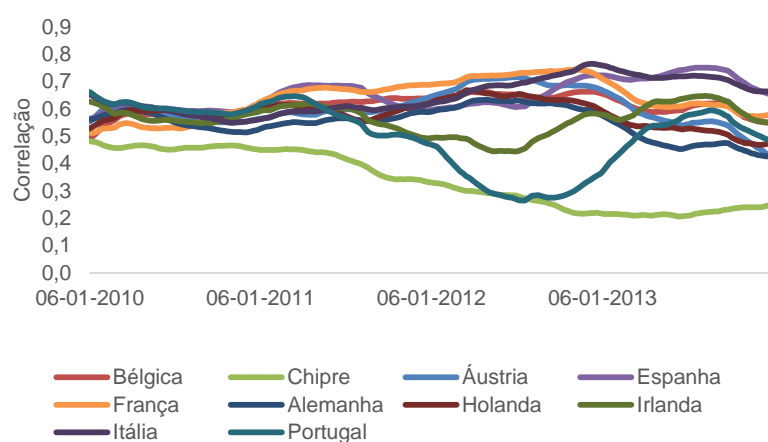
Gráfico 14 – Correlação Média das Variações dos Prémios dos contratos de CDS de Países da Zona Euro e Variância Explicada Pela Primeira Componente Principal



Fonte: Bloomberg; Países incluídos na amostra: Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Holanda, Itália, Espanha, Portugal, Eslovénia, Irlanda, Grécia (entre 2009 e 2011) e Chipre (entre 2009 e 2012); cálculos CMVM.

Em matéria de associação entre o risco de crédito soberano e o risco de incumprimento do setor bancário, analisam-se os coeficientes de correlação entre a variação dos prémios dos CDS soberanos e a variação do Itraxx Europe Subordinated Financials (índice que pode ser interpretado como traduzindo uma posição longa em CDS sobre dívida júnior do setor financeiro europeu). Apesar da redução do risco de crédito de entidades soberanas e do setor bancário, a associação entre as variáveis permanece em níveis elevados o que poderá resultar do facto de a Zona Euro ainda registar um fraco crescimento económico e níveis de desemprego acentuados, o que se materializa na redução das receitas fiscais, no aumento de prestações sociais e no aumento dos níveis de crédito malparado. Adicionalmente, o aumento da dispersão das correlações indicia uma diminuição do contágio entre os setores financeiros dos diversos países da Zona Euro.

Gráfico 15 – Coeficientes de Correlação entre a Variação dos Prémios dos CDS de Países da Zona Euro e a Variação do Itraxx Europe Subordinated Financials (Janelas Móveis a Um Ano)

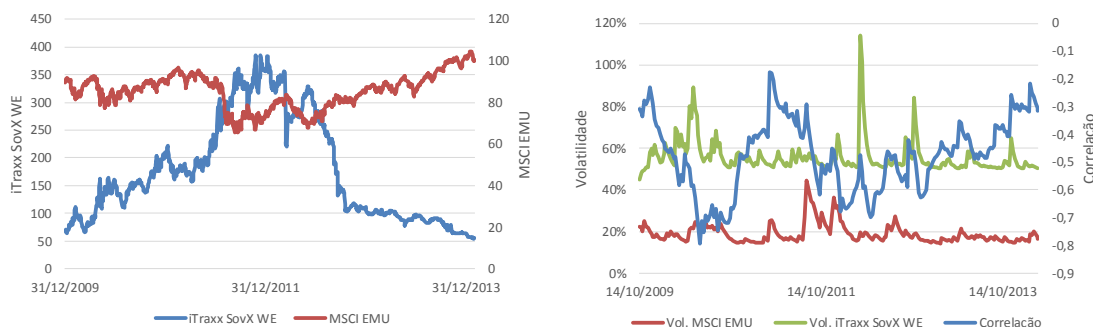


Fonte: Bloomberg

O co-movimento entre os mercados de risco de crédito e os mercados acionistas é em geral negativo mas tende a intensificar-se em períodos de crise. No Gráfico 16 pode ver-se a evolução de um índice acionista da Zona Euro (o MSCI European Monetary Union) e de um índice de CDS soberanos para a Europa Ocidental (iTraxx Sovx Western Europe). Foi expressiva a redução do risco soberano da Europa Ocidental entre o segundo semestre de 2012 e o final de 2013, que ocorreu em simultâneo com a recuperação dos mercados acionistas. O segundo painel do mesmo gráfico mostra as

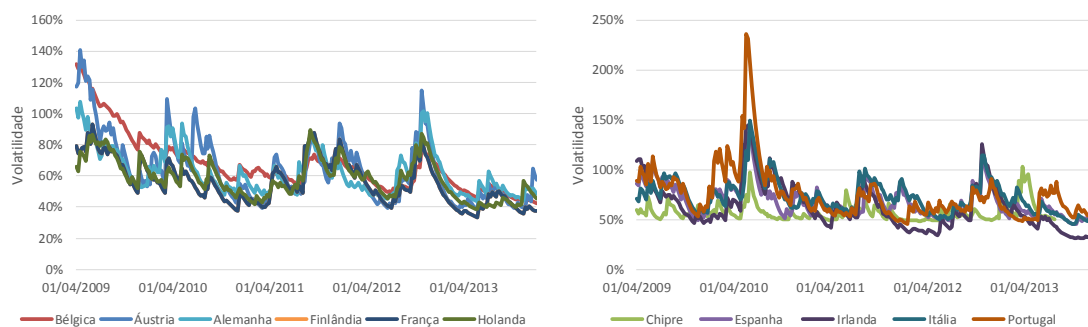
volatilidades anualizadas e a correlação condicional dos dois índices, estimadas através de modelos GARCH multivariados. A volatilidade anualizada do índice MSCI estabilizou em níveis inferiores a 20% e a do índice iTraxx Sovx Western Europe situou-se, em média, nos 52% ao longo do ano. A correlação entre os dois índices tem caído desde o final de 2011, o que pode ser interpretado como um indicador de crescente dissociação entre os mercados de risco de crédito e acionistas e, portanto, de diminuição de risco de contágio entre mercados.

Gráfico 16 – Evolução dos índices MSCI European Monetary Union e iTraxx Sovx Western Europe (Esquerda), e Volatilidade e Correlação das respetivas variações (Direita)



Fonte: Bloomberg; cálculos CMVM - correlações e volatilidades condicionais estimadas a partir de um processo M-GARCH(1,1)/VECH.

Gráfico 17 – Volatilidade Anualizada das Variações Percentuais dos Prémios de CDS



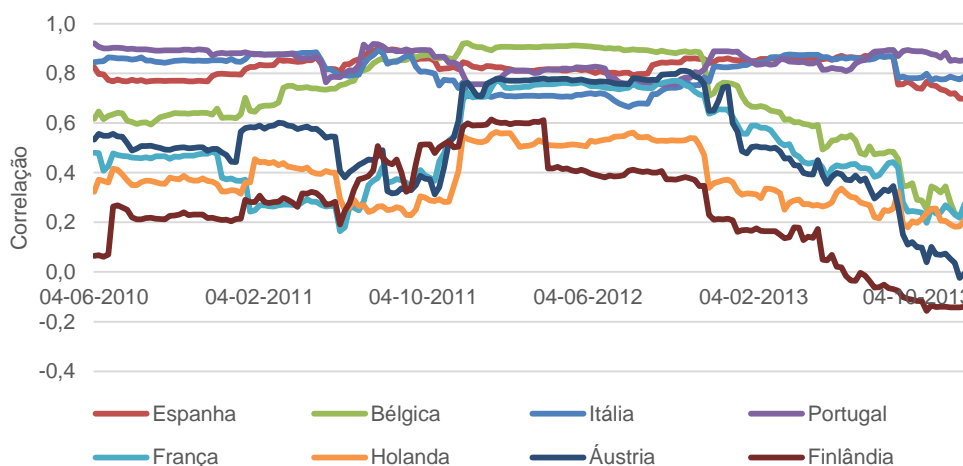
Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM - volatilidades condicionais estimadas a partir de um processo GARCH(1,1).

A volatilidade anualizada da variação percentual dos prémios de CDS diminuiu acentuadamente em todos os países analisados, em particular no segundo semestre, embora se mantenha em níveis mais

elevados no caso dos países considerados periféricos. Na Irlanda, que concluiu o seu programa de ajustamento, foi mesmo inferior à evidenciada pela maioria dos países da Europa do Norte e Central.

Na ausência de fricções de mercado, os prémios de contratos de CDS e os *spreads* de crédito deveriam ser idênticos. Todavia, a existência de estruturas de mercado distintas, o risco de contraparte e as diferenças de liquidez dos mercados obrigacionistas e de CDS materializam-se num diferencial não nulo entre as duas variáveis. O coeficiente de correlação entre as variações dos prémios dos CDS de países da Zona Euro e a variação do prémio de risco de crédito das obrigações do Tesouro a cinco anos foi superior entre os países com maior risco de crédito atribuído (Portugal, Itália e Espanha) e menor entre os países considerados mais seguros (Finlândia e Áustria). Essa correlação tem permanecido elevada entre os países com maior risco de crédito, mas apresenta flutuações significativas nos demais. A título ilustrativo, os coeficientes de correlação para a Finlândia e a Áustria alcançaram o seu pico em 2012 (superiores a 0,6 e 0,8 respetivamente), mas registaram uma queda para valores próximos de zero no final de 2013. Dado que os investidores procuram maior proteção em períodos de crise, o co-movimento tende também a ser superior quando o risco de crédito é mais elevado.

Gráfico 18 – Coeficientes de Correlação entre a Variação dos Prémios dos CDS de Países da Zona Euro e a Variação do Prémio de Risco de Crédito das Obrigações do Tesouro a Cinco Anos (Janelas Móveis a Um Ano)

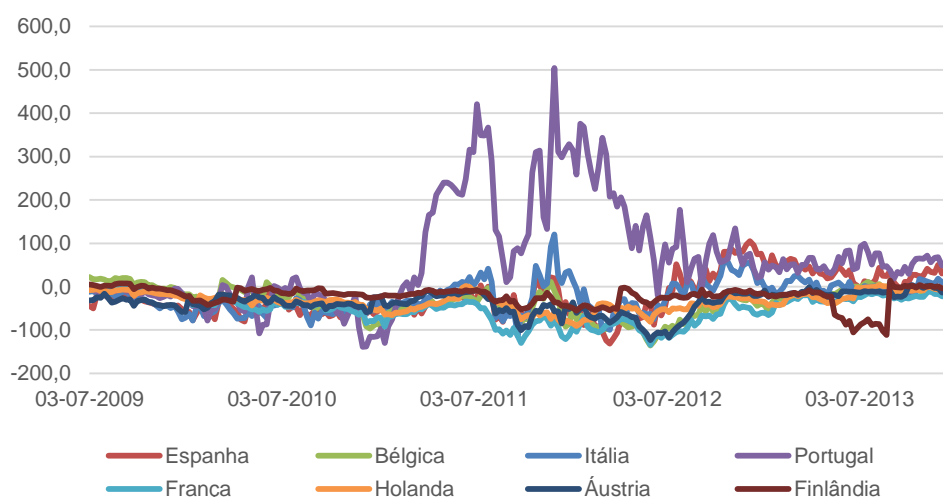


Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

A base dos contratos de CDS reflete o diferencial entre os prémios de contratos de CDS e os *spreads*

de crédito. Em mercados perfeitos, a base converge para zero uma vez que o preço do derivado depende apenas do preço do subjacente. Na presença de fricções, os preços dos derivados podem desviar-se consideravelmente do preço dos subjacentes. Nos contratos de CDS que têm como referência obrigações do Tesouro portuguesas a base era superior a 500 pontos de base no início de 2012, o que não pode ser dissociado da ausência de liquidez no mercado obrigacionista desde o pedido de ajuda externa. A falta de liquidez e de continuidade do mercado obrigacionista conduziu a um desfasamento na incorporação de informação nos preços das obrigações, em contraste com a rápida assimilação que acontece no mercado de CDS quando existe uma intensa atividade nesse mercado. No final de 2013 a base dos contratos de CDS que têm como referência obrigações do Tesouro portuguesas era de 36,3 pontos base, e revelava uma alteração significativa na perceção do risco soberano do país.

Gráfico 19 – Evolução da Base dos CDS de Países da Zona Euro

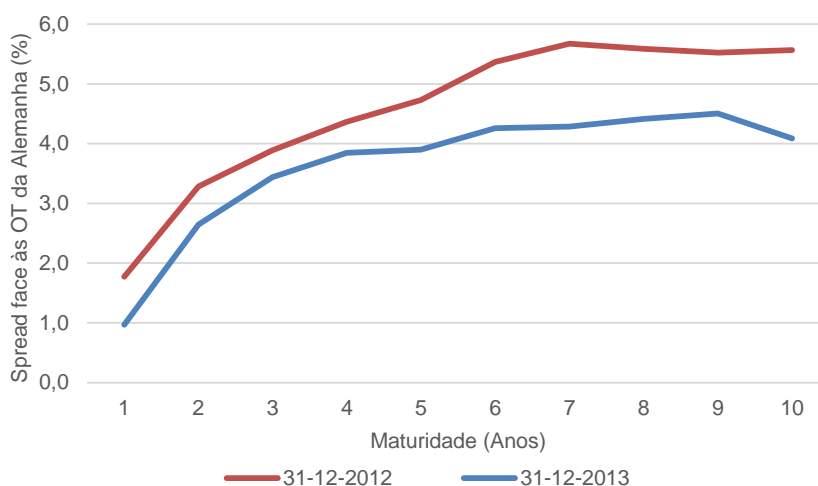


Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

No que respeita ao prémio de risco das obrigações portuguesas face às congéneres alemãs, no último ano os *spreads* caíram em todas as maturidades analisadas. A redução foi maior nas maturidades mais longas, muito embora seja também nessas maturidades que o prémio de risco é superior. Para uma maturidade a dez anos, o *spread* era de 4,085% no final de 2013, inferior aos 5,567% do final do ano anterior. Esta redução do diferencial das taxas de juro é transversal a outras economias da Zona Euro, em particular Espanha, Itália e Irlanda, e estará relacionada com uma diminuição da aversão ao risco dos investidores, da procura por taxas de juro superiores e com a melhoria das perspetivas económicas para Portugal e para a Zona Euro. Outros fatores que terão contribuído para aquela redução são uma

confiança acrescida no setor financeiro e a melhoria do sentimento dos investidores particulares e institucionais na sequência do acordo entre os ministros das finanças da EU relativo à união bancária na Zona Euro, bem como o facto de a inversão de política monetária (*tapering*) nos Estados Unidos se processar de modo menos rápido e intenso do que o inicialmente antecipado.

Gráfico 20 – Prémio de Risco de Crédito das Obrigações do Tesouro Portuguesas face às Alemãs – Por Maturidade



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

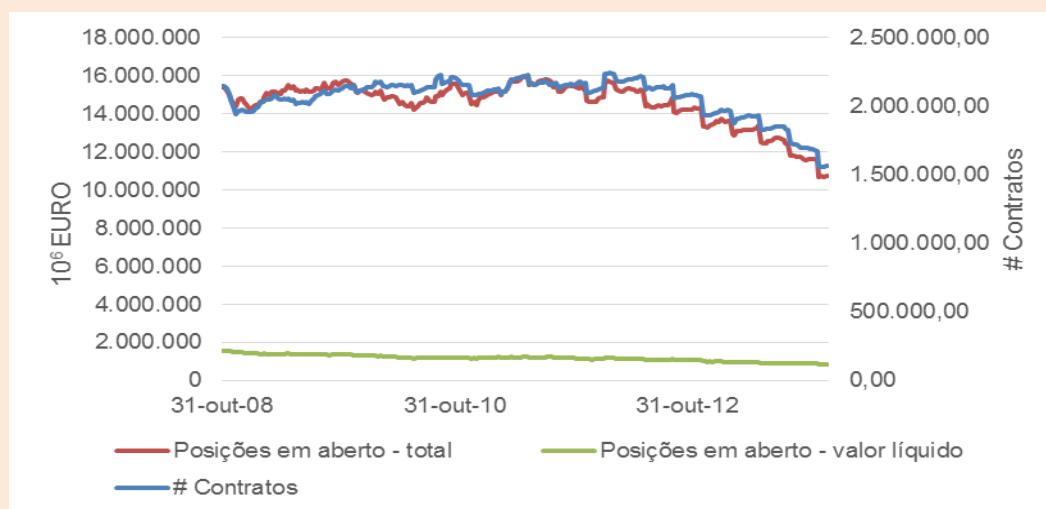
CAIXA I – ANÁLISE DO MERCADO DE CDS

O mercado de *credit default swaps* (CDS) conheceu um notável aumento de importância na última década. Esse aumento de importância é não só visível pelo crescimento do número de contratos transacionados e posições em aberto dos participantes desse mercado, como também no número de entidades de referência disponíveis para transacionar.

O gráfico abaixo mostra a evolução das posições em aberto no mercado de CDS para entidades de referências portuguesas, entre 31-10-2008 e 31-12-2013. São apresentadas três medidas para aferir essa evolução: número de contratos, posições em aberto – montantes brutos (nominais) e posições em aberto – montantes líquidos. A principal diferença na análise de montantes brutos de posições em aberto e de montantes líquidos reside no facto de muitos participantes terem simultaneamente posições curtas e longas sobre as mesmas entidades de referência que se anulam mutuamente. Apesar de essas posições se anularem, é importante analisar os montantes brutos de posições em aberto pois

as contrapartes desses contratos são diferentes. Assim, se um participante anula a sua posição inicial através da negociação de uma posição de sinal contrário à que tinha no contrato original, reduz efetivamente o seu risco mas continua exposto ao risco de uma das suas contrapartes não ter capacidade de honrar as respetivas obrigações.

Gráfico A1 – Posições em aberto no mercado de CDS (todas as entidades de referência e excluindo índices)

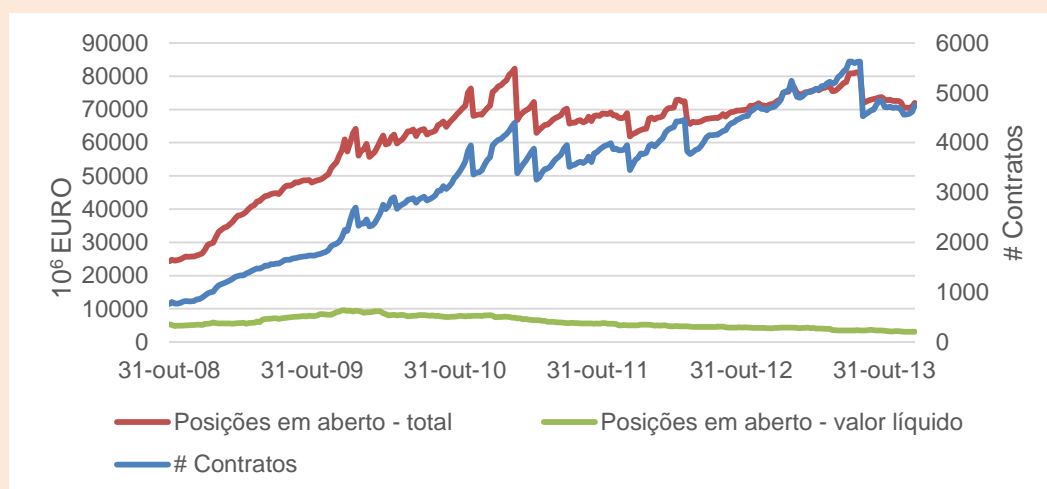


Fonte: DTCC, cálculos CMVM.

O gráfico permite retirar três importantes ilações. Em primeiro lugar, os montantes brutos das posições em aberto são entre cinco a oito vezes superiores aos montantes líquidos. Em segundo lugar, o rácio entre os montantes líquidos e os montantes brutos tem caído ao longo do tempo em virtude de operações de *novation* e de *compression*. Muitas destas operações são decididas administrativamente para reduzir a expansão dos montantes brutos de posições em aberto sem alteração do perfil de risco das operações. Outras derivam da transferência do risco de contraparte para uma câmara de compensação. Finalmente, a exposição líquida apresenta um declínio de 45,7% entre o início e o fim da série temporal.

Um dos contratos que apresenta uma trajetória diferente da descrita acima é o contrato que tem como entidade de referência a República de Portugal. O número de contratos aumentou 495,2% entre 31-10-2008 e 31-12-2013, ao passo que o montante bruto das posições em aberto cresceu 190,6%. Já o montante líquido das posições em aberto apresenta uma queda de -41,6% nesse mesmo período.

Gráfico A2 – Posições em aberto em contratos de CDS sobre a República Portuguesa



Fonte: DTCC, cálculos CMVM.

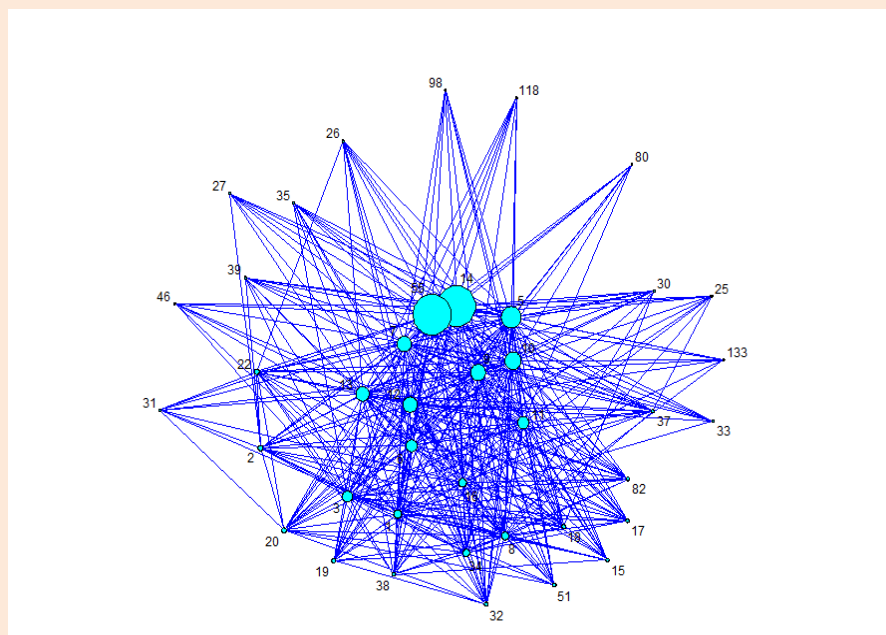
O interesse pelos contratos que têm como entidade de referência a República de Portugal nos anos de 2009 e 2010 não é alheio à situação financeira do Estado português e de outros países periféricos da Zona Euro. O risco de incumprimento associado a estes países fez aumentar o apetite sobre estes contratos. Por seu turno, a redução das posições líquidas a partir de 2011 poderá estar associada ao pedido de intervenção externa, que reduziu a probabilidade de perdas nos contratos com menor maturidade, designadamente enquanto o país se encontrasse sob assistência. Porém, outros fatores poderão ter influenciado o padrão das séries temporais, designadamente a nova legislação europeia que incidiu sobre contratos de CDS que têm entidades de referência estados da UE e o facto de os *dealers* tenderem a reduzir a sua exposição quando o risco de incumprimento é demasiado elevado.

A crise financeira que eclodiu em 2007 nos EUA mostrou que as interligações dos vários agentes do sistema financeiro constituem um canal de propagação de choques. O mercado de CDS revelou a sua importância sistémica quando a falência de uma contraparte (AIG) ameaçou colocar em risco todo o sistema financeiro em 2008. De facto, uma das questões que coloca este mercado no centro do sistema financeiro é a concentração de riscos num grupo restrito de participantes. A *network analysis* emergiu recentemente como um método para modelizar essas interligações e que pode ser utilizado para detetar importantes mecanismos de contágio. A título de exemplo, esta abordagem permite identificar a concentração do risco de contraparte, estudar a estrutura e a resiliência da rede, assim como a possibilidade de efeitos dominó e a forma como a rede evolui ao longo do tempo.

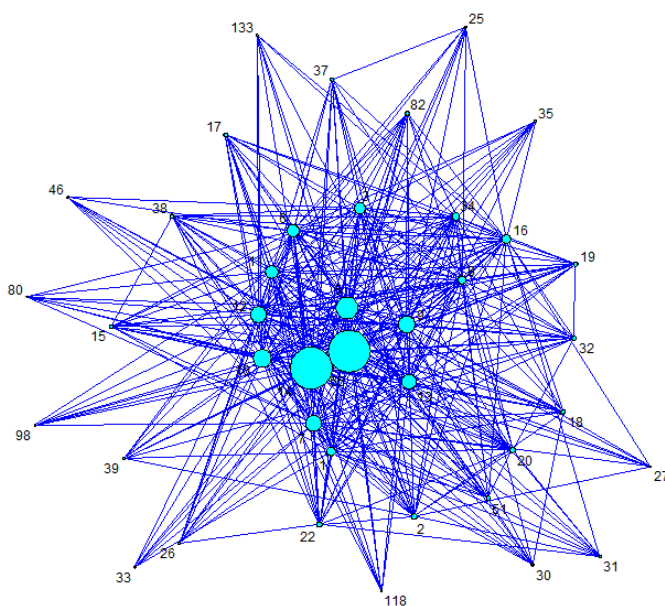
Utilizando uma amostra de contratos que incidem sobre entidades de referência domiciliadas em Portugal, construiu-se uma “rede de interligações” entre os participantes no mercado de CDS para duas datas específicas: 31-12-2012 e 31-12-2013. Os gráficos abaixo permitem identificar a relevância sistémica de 15 participantes, que em geral atuam como *dealers* e são responsáveis pela maioria das transações no mercado de CDS. Uma leitura atenta dos gráficos sugere a existência de dois participantes (os dois no centro de cada gráfico, com maiores círculos associados e com maior número de ligações aos demais participantes), os mesmos em ambos os casos, com um número de interligações de sobremaneira superior aos demais. Os participantes que se encontram na zona exterior dos gráficos são os que têm menor importância sistémica. No final de 2013, os dois intermediários com maior relevância sistémica eram contraparte em contratos com outros 162 participantes.

Gráfico A3 – Rede das posições em contratos de CDS que incidem sobre entidades de referência nacionais

Painel A – Posições em dezembro de 2012



Painel B – Posições em dezembro de 2013



Fonte: DTCC, cálculos CMVM.

A tabela seguinte mostra três indicadores frequentemente usados para avaliar o risco de contágio: *in-strength*, *out-strength* e *net-strength*. O *in-strength* (*out-strength*) corresponde à soma das posições em que um intermediário financeiro é comprador (vendedor). O *net-strength* é a diferença entre o *in-strength* e o *out-strength*, e traduz a posição líquida total do intermediário relativamente ao total de contratos analisados. Estes indicadores revelam as entidades financeiras que concentram maior risco de contraparte do lado comprador e do lado vendedor, e permitem aos supervisores atuarem quando a concentração de risco representa uma ameaça para o sistema financeiro.

Apenas os resultados para os dez intermediários financeiros com maiores posições líquidas positivas e negativas a 31-12-2013 são reportados. Tomando em consideração apenas entidades de referência domiciliadas em Portugal (incluindo a República Portuguesa), o intermediário financeiro com maior *net-strength* tem uma exposição líquida de €490 milhões. Este intermediário apenas tem posições longas sobre as entidades de referência.

Tabela A1 – Indicadores de propagação e contágio no mercado de CDS

	<i>Net-strength</i>	<i>Out-strength</i>	<i>In-strength</i>		<i>Net-strength</i>	<i>Out-strength</i>	<i>In-strength</i>
IF1	216	-728	945	IF11	-566	-1.791	1.225
IF2	222	-419	642	IF12	-378	-1.225	847
IF3	228	0	228	IF13	-342	-1.049	707
IF4	247	0	247	IF14	-180	-180	0
IF5	253	-657	909	IF15	-158	-1.484	1.325
IF6	273	-848	1.121	IF16	-126	-126	0
IF7	278	-10	288	IF17	-118	-633	515
IF8	304	-91	395	IF18	-93	-576	483
IF9	417	0	417	IF19	-92	-92	0
IF10	490	0	490	IF20	-83	-1.419	1.335

Fonte: DTCC, cálculos CMVM.

Em contrapartida, quatro dos cinco intermediários com maior exposição líquida negativa têm *out-strength* (e *in-strength* nalguns casos) superiores a €1.000 milhões, o que indicia que se trata de *dealers*. Entre os intermediários financeiros analisados, o IF20 tem o maior *in-strength* (1.335). Todavia, a sua posição líquida é pequena quando comparada com as posições líquidas positivas e negativas detidas.

Referências:

Allen, F. e Babus, A. (2009), Networks in Finance, in P. Kleindorfer e J. Wind, *Network-based Strategies and Competencies*, 367-382.

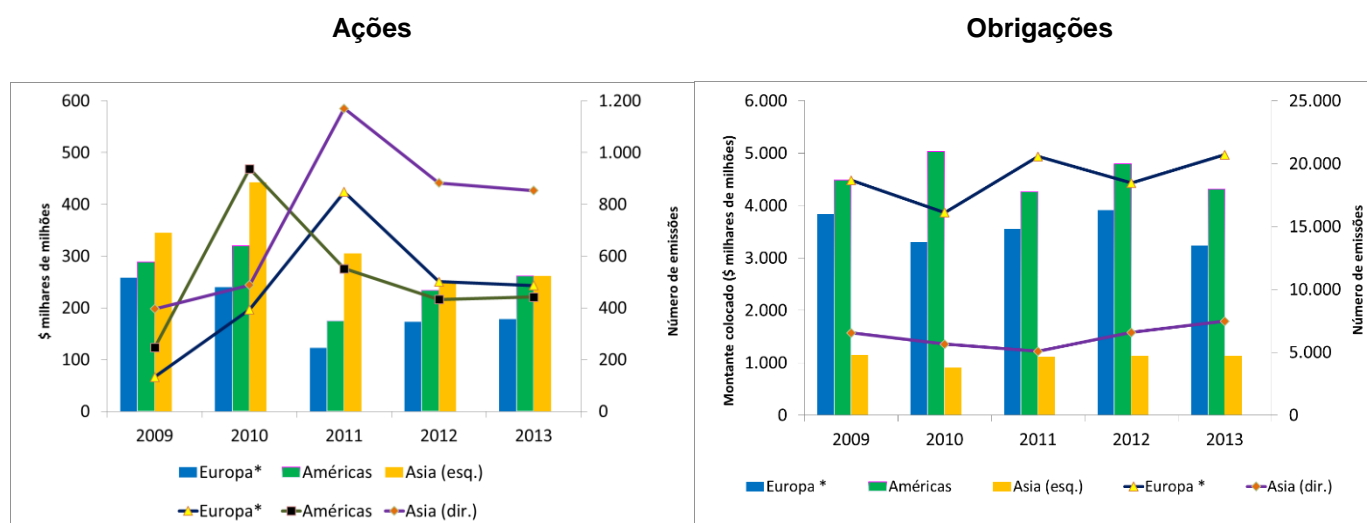
Battiston, S., Gatti, D., Gallegati, M., Greenwald, B. e Stiglitz, J. (2012), Liaisons Dangereuses: Increasing Connectivity, Risk Sharing, and Systemic Risk, *Journal of Economic Dynamics and Control* 36, 1121-1141.

Markose, S., Giansante, S. e Shaghaghi, A. (2012), 'Too Interconnected to Fail' Financial Network of US CDS Market: Topological Fragility and Systemic Risk, *Journal of Economic Behavior and Organization* 83, 627-646.

Minoiu, C. e Reyes, J. (2013), A Network Analysis of Global Banking: 1978–2010, *Journal of Financial Stability* 9(2), 168-184.

No que diz respeito à emissão de ações, o número e o valor de ofertas públicas⁴ na Europa⁵ e na América aumentou. Na Ásia manteve-se a tendência de quebra iniciada em 2011, ainda que com forte desaceleração em termos do número de operações e um ligeiro aumento no valor das emissões. A evolução não é significativamente diferente se apenas forem consideradas as IPO (*initial public offerings*). Com o número de emissões a crescer menos em termos relativos do que o volume colocado nas três áreas consideradas, a dimensão média das colocações aumentou.

Gráfico 21 – Ofertas Públicas - Total



Fonte: WFE, cálculos CMVM.

Nota: A região Américas engloba as seguintes bolsas de valores: Bermuda SE (Bermudas), BM&FBOVESPA (Brasil), Buenos Aires SE (Argentina), Colombia SE (Colômbia), Lima SE (Peru), NYSE (EUA) e TMX Group (Canadá).

Dados sobre número de emissões de obrigações indisponíveis para a região Américas.

* Inclui África e Médio Oriente

A Europa, incluindo África e Médio Oriente, estabilizou a sua quota em termos de valor total das ofertas públicas, havendo paridade entre a Ásia e as Américas (37,3%). Os mercados asiáticos continuaram a ter o maior número de operações mas com uma dimensão média das colocações mais reduzida.

⁴ Incluem ofertas públicas de venda e ofertas públicas iniciais.

⁵ Os dados apresentados com a designação "Europa" incluem também as bolsas africanas e do médio oriente.

No que diz respeito ao mercado primário obrigacionista, assistiu-se à diminuição do montante colocado e ao aumento do número de emissões em termos mundiais. Apesar de o crescimento no número de emissões ter sido generalizado, a evolução do montante colocado revelou-se distinta nas diferentes áreas geográficas. A região da Europa, África e Médio Oriente registou uma quebra de 27%⁶, invertendo a ligeira recuperação evidenciada desde 2010. No mercado obrigacionista asiático o valor das emissões manteve-se estável. Finalmente, a região das Américas teve uma diminuição do montante emitido por força da quebra ocorrida nos Estados Unidos, uma vez que nos mercados da América Latina e do Canadá se assistiu a um crescimento das emissões.

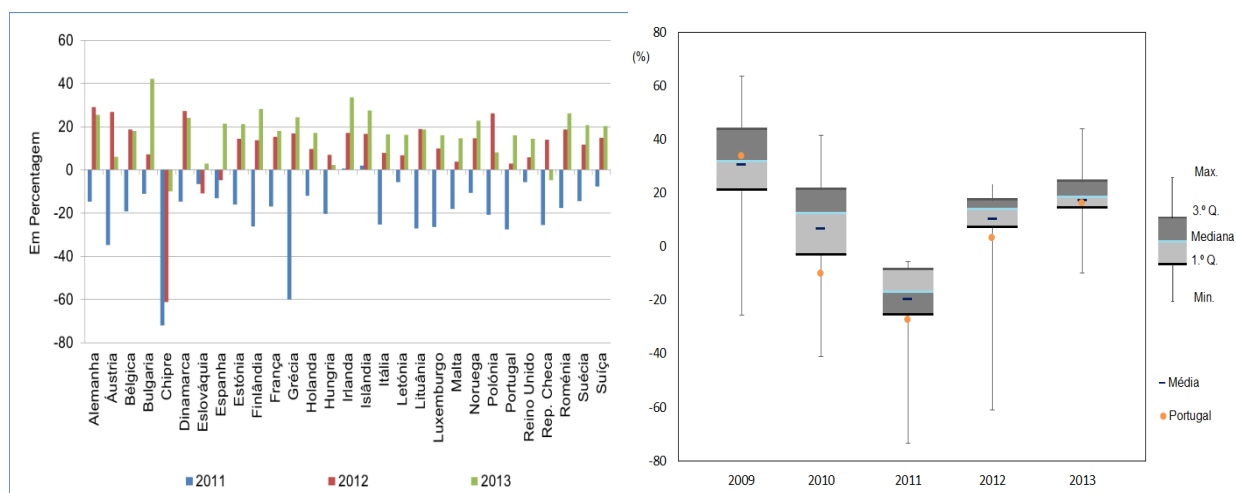
1.1.2. Os Mercados Acionistas e Obrigacionistas na União Europeia

Mercados Acionistas

Os índices dos 29 países Europeus analisados apresentam uma valorização média não ponderada de 18%, com quase todos os mercados europeus a ter valorizações positivas no ano. Apenas a República Checa e o Chipre observaram perdas. A recessão económica que se fez sentir nestes dois países e a conclusão do plano de assistência financeira ao Chipre em 2013 estarão na origem desta desvalorização. Os ganhos mais expressivos ocorreram na Bulgária, Irlanda, Finlândia, Islândia, Roménia e Alemanha. Acompanhando a tendência europeia, o índice português PSI20 também teve uma evolução favorável, superior à verificada no ano anterior.

⁶ Apesar de ser um mercado particularmente relevante, não se encontra disponível informação sobre as emissões que tiveram lugar na bolsa de Londres.

Gráfico 22 – Variação Anual dos Principais Índices Acionistas de Mercados de Valores Mobiliários Europeus (em %)

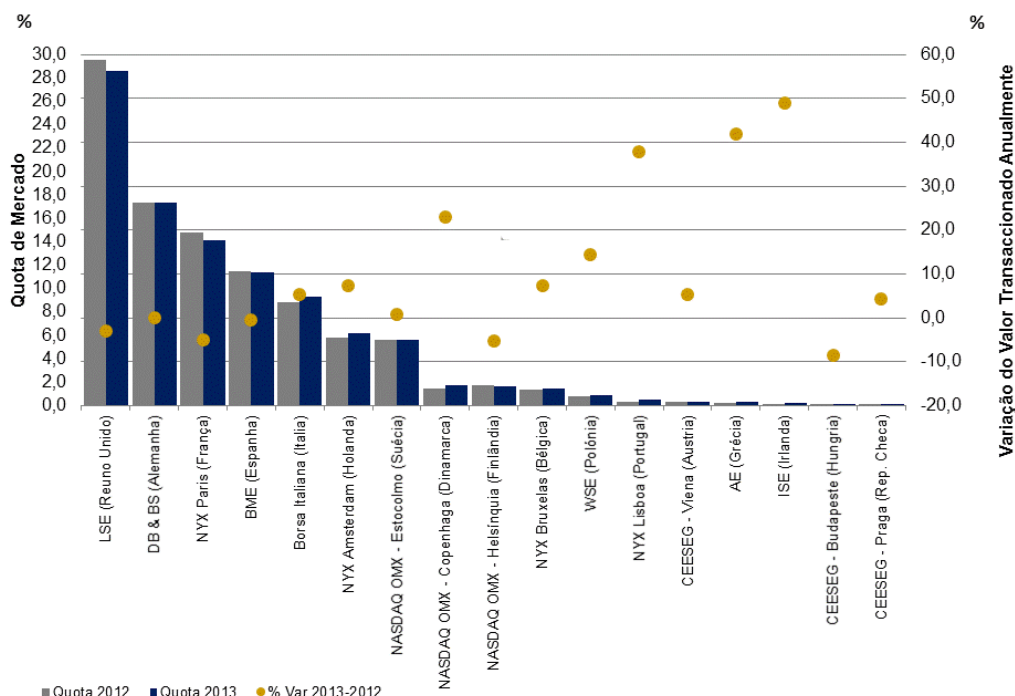


Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Este cenário é semelhante ao verificado no ano anterior, em que apenas os mercados de Chipre, Eslováquia e Espanha conheceram perdas, mas é bastante diferente do ocorrido em 2011, em que apenas dois mercados tinham registado uma variação positiva e a valorização média não ponderada dos respetivos índices foi de -20%. O retorno dos investidores aos mercados acionistas e a recuperação das cotações é em grande medida explicada pela redução da incerteza a nível interno em alguns países da Zona Euro decorrente dos progressos alcançados na resolução da crise da dívida soberana, por alguns sinais de que a recuperação económica na Zona Euro estaria a ganhar força e pelo redirecionamento de investimentos de mercados emergentes para outros mercados. Os preços das ações beneficiaram do aumento da apetência pelo risco, impulsionado pelas baixas taxas de rentabilidade de investimentos alternativos, como as obrigações de dívida pública e de empresas.

O desempenho dos índices acionistas europeus foi em geral mais acentuado na segunda metade do ano, e foi acompanhado de uma diminuição da volatilidade nos mercados acionistas, de dívida privada, de dívida pública e de *commodities*, bem como de um sentimento crescentemente positivo no setor financeiro.

**Gráfico 23 - Valor Transacionado em Ações nas Bolsas de Valores da União Europeia
(Quota de Mercado)**

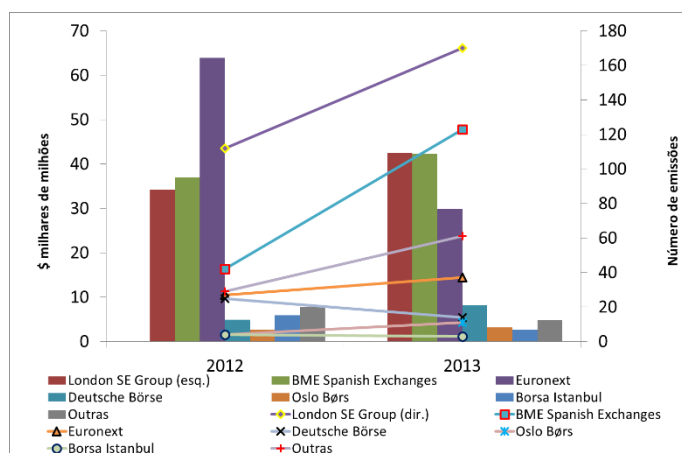


Fontes: FESE, NYSE Euronext, Nasdaq OMX e Borsa Italiana.

Nota: "Outros" inclui o valor transacionado nas demais 11 principais bolsas da UE (Irlanda, Roménia, Eslovénia, Chipre, Bulgária, Estónia, Lituânia, Luxemburgo, Eslováquia, Malta e Letónia).

A valorização generalizada dos índices esteve associada a um aumento da liquidez, com o valor transacionado em ações nos principais mercados dos países da União Europeia a aumentar 2% (+€115.257 milhões) e com o *spread bid-ask* do índice Eurostoxx 50 a manter-se em valores inferiores à média dos últimos cinco anos. Entre os dez maiores mercados, as maiores variações relativas do valor transacionado ocorreram no NASDAQ OMX Copenhaga, no NYSE Euronex Bruxelas e no NYSE Euronex Amsterdão, o que no caso da bolsa holandesa foi insuficiente para compensar a diminuição ocorrida em 2012. Por outro lado, apenas três dos dez maiores mercados conheceram em 2013 diminuições do valor transacionado: London Stock Exchange, NYSE Euronext Paris e NASDAQ OMX Helsinquia. O valor negociado em ações na NYSE Euronext Lisboa cresceu após dois anos de quedas sucessivas (-27,2% em 2012 e -29,1% em 2011) e representou 0,5% do total transacionado nos mercados de ações nos 27 países da UE.

Gráfico 24 – Valores Emitidos e Número de Novas Emissões de Ações na Europa



Fonte: WFE, cálculos CMVM; Em 'Outras' incluem-se (quando não representadas): Irish SE; Wiener Börse; NASDAQ OMX Nordic Exchange; Moscow Exchange; Cyprus SE; Budapest SE; Malta SE; Ljubljana SE; NASDAQ OMX Nordic Exchange; Ljubljana SE.

Em termos agregados, o LSE Group (London Stock Exchange e Borsa Italiana) viu o valor transacionado aumentar 0,9% e manteve a maior quota de mercado na UE. Após as quebras verificadas no ano anterior, também os grupos NYSE Euronext (que inclui a NYSE Euronext Paris, a NYSE Euronext Amsterdão, a NYSE Euronext Bruxelas e a NYSE Euronext Lisboa), NASDAQ OMX (formado pelos mercados de Helsínquia, Copenhaga, Estocolmo, Islândia, Tallinn, Riga e Vilnius)⁷ e CEE Stock Exchange Group (constituído pelas bolsas de Áustria, Eslovénia, Hungria e República Checa) aumentaram o valor negociado de ações. No conjunto, estes quatro grupos somaram 69,8% do valor negociado em ações nos 27 Estados da UE.

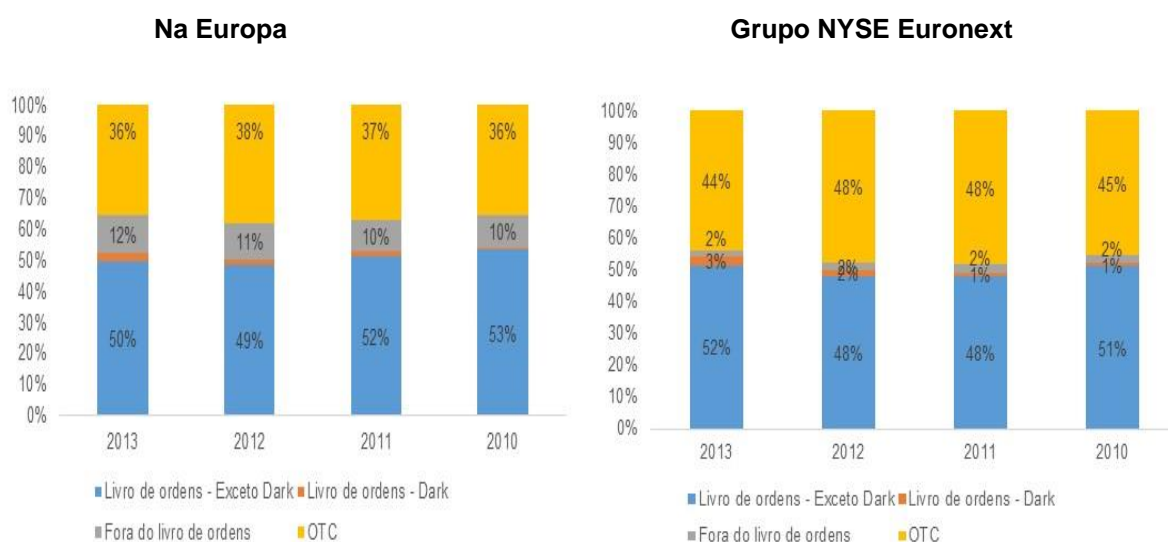
O volume global emitido de ações nas bolsas europeias analisadas diminuiu. A NYSE Euronext viu o volume total de ações emitidas cair para cerca de metade do verificado no ano anterior, tendo perdido a posição mais relevante entre as bolsas europeias. A London SE Group e a BME Spanish Exchanges ascenderam às posições de primeira e segunda bolsa com maiores volumes de emissões de ações, tendo reforçado os valores de 2012 em 24,5% e 14,6%, respetivamente.

Desde a entrada em vigor da DMIF em 2008 que as plataformas de negociação não regulamentadas têm conquistado a preferência dos investidores. A crescente importância dessas plataformas resultou

⁷ A Islândia não está integrada no conjunto dos 27 mercados europeus, pelo que não é considerada na análise.

numa maior fragmentação da negociação. A título ilustrativo, o mercado OTC representa mais de um terço da negociação - medida pelo valor dos negócios - em bolsas europeias. O peso do mercado OTC manteve-se estável nos últimos quatro anos. Também as *dark pools* têm ganho relevância a nível europeu, conquanto o seu peso seja reduzido (apenas 3% do valor negociado em 2013).

Gráfico 25 – Peso das várias plataformas de negociação de ações (% do valor negociado)



Fonte: Thomson Reuters, cálculos CMVM.

O Gráfico 25 mostra também a situação das ações negociadas em mercados regulamentados geridos pela NYSE Euronext. Em 2011 e 2012 o peso associado a transações OTC aproximou-se dos 50%, pelo que se pode depreender que o mercado de balcão conquistou nos últimos anos uma importância quase idêntica ao mercado regulamentado. Não menos relevante é o facto de o peso das transações OTC ser superior no grupo NYSE Euronext. Em relação às *dark pools*, o seu peso está em linha com os demais mercados europeus, representando uma pequena percentagem do valor negociado em 2013. Num e noutro caso, a maior fragmentação dos mercados e a crescente importância das transações efetuadas em mercado de balcão ou em plataformas sujeitos a menores obrigações informativas levantam dificuldades acrescidas à supervisão.

Quadro 2 – Capitalização Bolsista nos Mercados Acionistas Europeus

Unidade: 10⁶ Euro

Bolsa (País)	Valor em 31-12-2012	Valor em 31-12-2013	D (%)
Athens Exchange (Grécia)	34 038,9	59 938,6	76,1%
BME - Spanish Exchanges (Espanha)	754 774,6	810 288,3	7,4%
Borsa Italiana (Itália)	356 033,0	446 641,4	25,4%
Bratislava Stock Exchange (Eslováquia)	4 093,9	4 075,2	-0,5%
Bucharest Stock Exchange (Roménia)	12 088,1	17 833,8	47,5%
Bulgarian Stock Exchange (Bulgária)	5 025,0	5 092,9	1,4%
CEESEG - Budapeste (Hungria)	15 742,4	14 355,5	-8,8%
CEESEG - Ljubljana (Eslovénia)	4 911,2	5 173,1	5,3%
CEESEG - Praga (Rep. Checa)	28 193,2	21 990,8	-22,0%
CEESEG - Viena (Austria)	80 428,9	85 394,1	6,2%
Cyprus Stock Exchange (Chipre)	1 513,8	1 527,4	0,9%
Deutsche Börse & Boerse Stuttgart (Alemanha)	1 311 500,5	1 405 032,3	7,1%
Irish Stock Exchange (Irlanda)	82 668,3	123 458,0	49,3%
London Stock Exchange (Inglaterra)	2 834 696,6	3 480 354,9	22,8%
Luxembourg Stock Exchange (Luxemburgo)	53 351,7	57 069,7	7,0%
Malta Stock Exchange (Malta)	2 753,9	3 245,3	17,8%
NASDAQ OMX - Copenhaga (Dinamarca)	174 415,6	221 046,1	26,7%
NASDAQ OMX - Estocolmo (Suécia)	456 349,8	544 696,3	19,4%
NASDAQ OMX - Helsínquia (Finlândia)	127 040,0	162 182,5	27,7%
NASDAQ OMX - Riga (Letónia)	824,3	978,7	18,7%
NASDAQ OMX - Tallin (Estónia)	1 768,8	1 876,6	6,1%
NASDAQ OMX - Vilnius (Lituânia)	2 991,6	2 906,7	-2,8%
NYSE Amsterdam (Holanda)	493 783,7	593 602,8	20,2%
NYSE Bruxelas (Bélgica)	227 592,7	272 080,1	19,5%
NYSE Lisboa (Portugal)	49 703,9	57 532,7	15,8%
NYSE Paris (França)	1 382 994,0	1 683 884,3	21,8%
Warsaw Stock Exchange (Polónia)	134 755,5	148 678,0	10,3%
TOTAL	8 634 033,7	10 230 936,4	18,5%

Fontes: FESE, NYSE Euronext, LSE, Nasdaq OMX e Borsa Italiana.

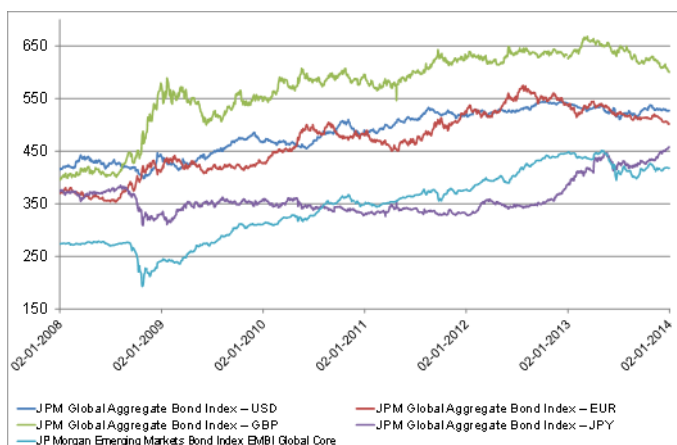
O valor de mercado do capital acionista das empresas admitidas à negociação (capitalização bolsista) aumentou. As bolsas com a maior capitalização bolsista foram a London Stock Exchange, a NYSE Euronext Paris, a Deutsche Börse & Boerse Stuttgart, a BME - Spanish Exchanges (Espanha) e a NYSE Amsterdam. A capitalização bolsista aumentou nas cinco maiores bolsas, entre 7,1% (Alemanha) e 22,8% (Inglaterra). O pior registo entre os 27 países analisados verificou-se na República Checa e as bolsas com maior aumento da capitalização bolsista foram a Athens Exchange, a Irish Stock Exchange e a Bucharest Stock Exchange.

Mercados Obrigacionistas

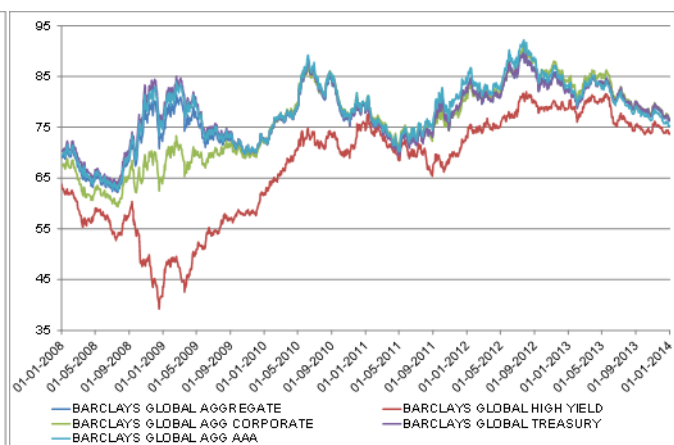
Apenas no Japão os mercados obrigacionistas tiveram um aumento do respetivo índice obrigacionista em 2013, com o índice JPM Global Aggregate Bond Index a variar +18,7% em relação ao final do ano anterior. Nas demais regiões, que tinham apresentado ganhos em 2012, os respetivos índices obrigacionistas caíram, com as quedas a variar entre os -2,78% nos Estados Unidos e os -6,72% na Europa. Nos diversos segmentos de risco ou tipos de emittentes assistiu-se a uma contração em todos os índices. O segmento *high yield* teve uma perda menos acentuada, de que resultou uma nova convergência entre todos os índices e poderá sinalizar uma menor perceção do risco ou a confiança na melhoria das condições económicas e uma maior apetência para os investimentos nos mercados acionistas em detrimento dos obrigacionistas.

Gráfico 26 – Índices obrigacionistas

Painel A - Por Região



Painel B - Por Tipo de Emitente



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters.

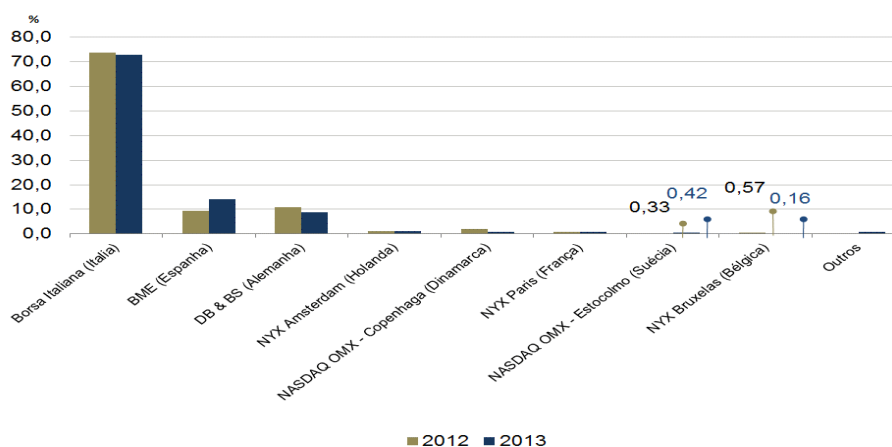
O valor negociado nos mercados obrigacionistas (dívida pública e privada) dos principais mercados regulamentados da UE aumentou apenas 4% em 2013, após um aumento de 22,6% no ano anterior.⁸ A negociação de títulos de dívida é efetuada maioritariamente em plataformas especializadas, muitas

⁸ Não estão consideradas as transações em mercados por grosso (em Portugal, o MEDIP).

vezes sem a qualificação de mercados regulamentados e em mercado de balcão, razão pela qual os valores negociados em bolsa são mais reduzidos do que no caso da negociação em ações.

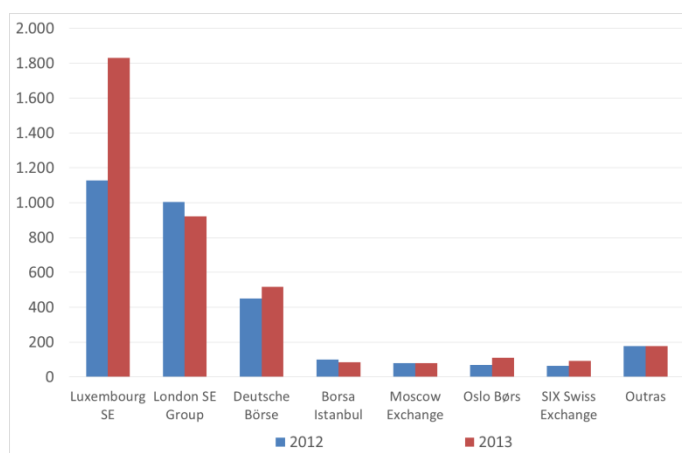
À semelhança do que ocorreu no ano anterior, a concentração foi elevada, com a negociação na praça italiana a ter uma quota de mercado de 73% e o valor negociado em títulos de dívida nas praças italiana, espanhola e alemã a atingir 96,5% do total. No entanto, o valor negociado na BME Spanish Exchanges e na Borsa Italiana aumentou, mas na Deutsche Börse & Boerse Stuttgart caiu. No caso português, o valor negociado na Euronext Lisbon diminuiu 30,4%. Trata-se de um cenário bastante diferente do verificado em 2012, em que o valor negociado em títulos de dívida pública tinha duplicado. No principal mercado de obrigações nacional (o MEDIP, um mercado regulamentado onde se negoceia exclusivamente dívida pública) a evolução foi claramente positiva (ver secção 2.4.1.2.2). A negociação de dívida pública e privada e de outros instrumentos a ela associados (CDS por exemplo) também se tem intensificado em mercado de balcão.

Gráfico 27 – Valor Transacionado em Obrigações nas Bolsas de Valores da União Europeia (Quota de Mercado)



Nota: O MEDIP e outros mercados por grosso não estão incluídos.
Fonte: FESE e várias bolsas de valores.

Gráfico 28 – Valor Total de Novas Emissões de Obrigações na Europa (10⁹ USD)



Fonte: WFE, cálculos CMVM.

Nota: Em 'Outras' incluem-se (quando não representadas): Irish SE; Wiener Börse; NASDAQ OMX Nordic Exchange; Moscow Exchange; Cyprus SE; Budapest SE; Malta SE; Ljubljana SE; NASDAQ OMX Nordic Exchange; NASDAQ OMX Nordic Exchange; Ljubljana SE.

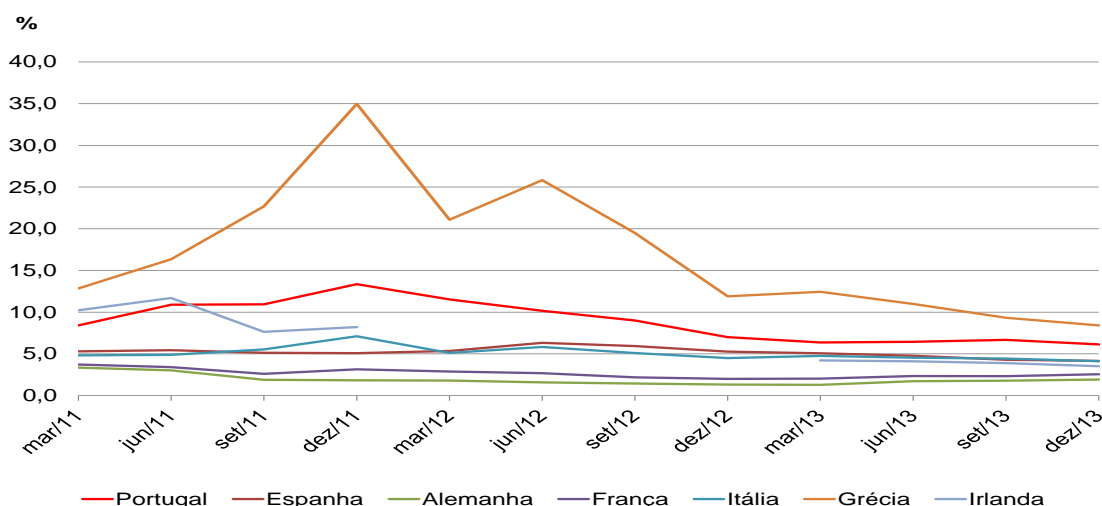
Na Europa, o aumento das emissões de obrigações nalgumas plataformas (em particular na bolsa do Luxemburgo) ocorreu em simultâneo com a diminuição das taxas internas de rentabilidade nos setores financeiro e não financeiro, uma evolução que teve o seu início ainda em 2012. De acordo com a ESMA⁹, a diminuição das *yields* foi mais acentuada nas emissões de empresas com menor notação de risco do que nas de maior notação, o que poderá resultar de uma menor perceção de risco pelos investidores ou de uma maior confiança na evolução das grandes empresas como consequência das perspetivas económicas mais favoráveis. Poderá ainda resultar do redirecionamento dos fluxos financeiros para investimentos de maior risco na procura de maior rentabilidade num contexto de baixas taxas de juro.

Os mercados de dívida pública continuaram a evidenciar uma melhoria ao longo do ano, materializada na diminuição das *yields* dos países com maior risco de crédito atribuído. As reduções mais expressivas aconteceram na Grécia e em Espanha. A convergência das taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública foi também potenciada pelo aumento das *yields* na Alemanha e na França. Persistia, contudo, no final do ano um *spread* considerável da dívida portuguesa face à dívida alemã. Em qualquer caso, as *yields* situavam-se no final do ano em valores inferiores à média histórica dos últimos

⁹ Ver relatório *Trends, Risks and Vulnerabilities* (vários números).

25 anos. A descida continuada das taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública de países sob pressão evidenciam uma melhoria sustentada das condições de financiamento desses países.

Gráfico 29 - Taxa Interna de Rentabilidade de Índices Obrigacionistas de Dívida Pública a 10 anos (Europa)



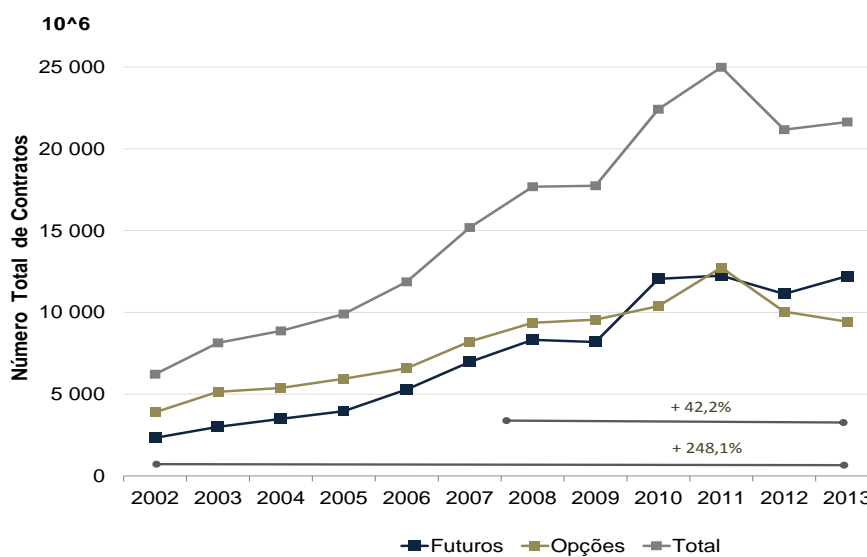
Fonte: Bloomberg (dados não disponíveis para a Irlanda em 2012).

Após um ligeiro pico no início do segundo semestre relacionado com as dúvidas em relação às negociações sobre o orçamento norte-americano, a volatilidade das taxas de rentabilidade das obrigações da dívida pública caiu marcadamente no caso dos países sob pressão, mantendo-se estável nos demais países. Em ambos os casos a volatilidade situou-se em níveis inferiores à média dos últimos cinco anos, o que indicia uma alteração na perceção de risco destes países pelos investidores.

1.2. OS MERCADOS DE DERIVADOS

Após uma tendência de crescimento verificada desde 2002, o número de contratos de futuros e de opções negociados em bolsa caiu 15,3% em 2012. Em 2013 assistiu-se ao retorno do crescimento do número de contratos negociados, apesar da diminuição ocorrida na negociação de opções. Não obstante, o aumento não foi suficiente para repor o volume negociado ao nível do apurado em 2011.

Gráfico 30 - Evolução do Número de Contratos Negociados



Fonte: Futures Industry Association.

A negociação continuou a ser dominada pelos futuros cujo peso no total de contratos negociados assumiu, em 2013, o maior valor da última década (56%). Os contratos de opções negociados caíram pelo segundo ano consecutivo.

A evolução do número de contratos negociados foi heterogénea nas grandes regiões: a América do Norte e o conjunto de bolsas da África do Sul, Turquia, Israel e Dubai registaram uma evolução positiva, enquanto as regiões da Ásia-Pacífico, Europa e América Latina conheceram quedas anuais no número de contratos negociados. A evolução positiva verificada na América do Norte resultou, nomeadamente, do aumento das transações de contratos de futuros e de opções sobre taxas de juro através do Grupo CME (+19,6%). Também receberam especial atenção dos investidores as opções e os futuros do Tesouro americano a 10 e a 5 anos. A evolução ocorrida no último ano indica que o mercado de derivados sobre taxas de juro está a entrar numa nova fase de crescimento, após o período de contração que sucedeu à crise financeira. Ainda no segmento de taxas de juro, o Eurodollar Futures (CME) continuou a ser o contrato mais negociado.

A redução dos volumes transacionados na região Ásia-Pacífico resultou, em larga medida, da diminuição das transações na Korea Exchange do contrato Kосpi 200 options. A quebra acentuada,

pelo segundo ano consecutivo, nos valores transacionados deste derivado foi uma consequência da decisão da Korea Exchange de aumentar em cinco vezes o multiplicador do respetivo contrato a partir de março de 2012. A redução das transações com o Kospi 200 options contribuiu para que passasse a ocupar apenas o nono lugar em termos do número de contratos. Caso não se considerasse a referida alteração do multiplicador do Kospi, o volume transacionado na região Ásia-Pacífico teria aumentado.

O ano de 2013 foi igualmente marcado pela introdução de novos contratos na Dalian Commodity Exchange, Shanghai Futures Exchange e Zengzhou Commodity Exchange, nomeadamente sobre o betume, placas de madeira, placas de fibra, minério de ferro, carvão de coque e carvão térmico. A introdução destes novos contratos e a evolução favorável na transação de futuros de mercadorias na China reforçaram a importância das bolsas de valores Dalian Commodity Exchange, Shanghai Futures Exchange e Zengzhou Commodity Exchange no contexto mundial. Nestas três bolsas foram transacionados cerca de 1,9 mil milhões de contratos, um acréscimo de 38,9% face ao ano anterior.

Os contratos de futuros sobre o aço modelado (vergalhão) na Shanghai Futures Exchange (SHFE), introduzidos em 2009, continuaram a ocupar o primeiro lugar em termos de volume negociado na categoria de derivados sobre metais não preciosos, o que pode ser interpretado como um barómetro do crescimento económico na China.

Quadro 3 – Volume de Transações de Contratos de Futuros e Opções, por Região

Unidade: Nº de contratos

Região	2012	Quota	2013	Quota	Δ % 2013/2012
Ásia-Pacífico	7.526.362.180	35,5	7.291.409.895	33,7	-3,1
América do Norte	7.226.899.794	34,1	7.940.222.591	36,7	9,9
Europa	4.389.386.969	20,7	4.351.305.986	20,1	-0,9
América Latina	1.730.633.143	8,2	1.683.076.253	7,8	-2,7
Outros*	316.835.364	1,5	377.405.049	1,7	19,1
Total	21.190.117.450	100,0	21.643.419.774	100,0	2,1

Fonte: Futures Industry Association.

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

Nota: Localização das bolsas é determinada pelo país de registo.

Quadro 4 – Número de Contratos Negociados de Futuros e Opções, por Subjacente

Unidade: N.º de contratos

	2012	2013	Δ % 2013/2012
Índices sobre Acções	6.048.270.302	5.370.863.386	-11,2
Ações	6.469.512.853	6.401.526.238	-1,1
Taxas de Juro	2.931.840.769	3.330.719.902	13,6
Câmbio	2.434.253.088	2.491.136.321	2,3
Produtos Agrícolas	1.254.415.510	1.213.244.969	-3,3
Energia	925.590.232	1.265.568.992	36,7
Metais não Preciosos	554.249.054	646.318.570	16,6
Metais Preciosos	319.298.665	430.681.757	34,9
Outras	252.686.977	493.359.639	95,2
Total	21.190.117.450	21.643.419.774	2,1

Fonte: Futures Industry Association.

Na região da Ásia-Pacífico também se verificou uma evolução favorável na transação de futuros e de opções sobre índices de ações, nomeadamente sobre o Nikkei 225, o principal índice bolsista japonês. Na Osaka Securities Exchange, o volume dos contratos de futuros do Nikkei 225 e do mini Nikkei 225 cresceu 58,3% e 79,3%, respetivamente, e na Singapore Exchange o volume dos contratos de futuros do Nikkei 225 cresceu 39,6% e o dos contratos de opções cresceu 131,8%. Na CME, os contratos de futuros do Nikkei denominados em ienes e em dólares norte americanos mais do que duplicaram. Os contratos de futuros sobre o CSI 300, transacionados na China Financial Futures Exchange desde 2010, ocupam o décimo lugar nos contratos mais transacionados do mundo. O volume negociado destes contratos cresceu 83,9% no último ano.

Na Europa, os contratos de futuros de taxas de juro de curto prazo (três meses) na Liffe cresceram 33,4%, ocupando o quarto lugar nos contratos mais transacionados sobre taxas de juro, mas os contratos de opções sobre este subjacente continuaram a diminuir. Na Eurex, os contratos de futuros sobre a dívida alemã (Euro-Bund Futures, Euro-Schatz Futures e Euro-Bobl Futures), referência para a dívida soberana da Zona Euro, também aumentaram o volume negociado.

Quadro 5 – Volume de Transações dos Principais Contratos de Futuros e de Opções por Tipo de Subjacente

					Unidade: Nº de contratos	
Contrato	Bolsa	2012	2013	Δ 2013/2012	Contratos c/ maior e menor variação	
					Volume negociado	Δ 2013/2012
Ações e Índices de ações						
S&P CNX Nifty Index Options	NSE	803.086.926	874.835.809	8,9	CSI 300 Futures (CFFEX, 10ª)	
SPDR S&P 500 ETF Options	*	585.945.819	596.304.426	1,8	193.220.516	83,9
Kospi 200 (Options)	KRX	1.575.394.249	580.460.364	-63,2		
E-Mini S&P 500 Index Futures	CME	474.278.939	452.291.450	-4,6	Kospi 200 (Options) (KRX, 3ª)	
Euro Stoxx 50 Futures	Eurex	315.179.597	268.495.189	-14,8	580.460.364	-63,2
Taxas de Juro						
Eurodollar Futures	CME	426.438.437	517.250.183	21,3	3 Month Euribor (Liffe, 20ª)	
One Day Inter-Bank Deposit Futures	BM&F	340.800.485	394.055.420	15,6	29.825.751	183,9
10 Year Treasury Note Futures	CBOT	264.997.089	325.928.194	23,0		
3 Month Euribor Futures	Liffe	178.762.097	238.493.786	33,4	IDI Options (BM&F, 17ª)	
Euro-Bund Futures	Eurex	184.338.704	190.299.482	3,2	40.626.100	-62,4
Câmbio						
U.S.Dollar/India Rupee Futures	NSE	620.215.043	566.399.936	-8,7	U.S. Dollar / Indian Rupee Options (USE, 11ª)	
U.S. Dollar/India Rupee Futures	MCX-SX	551.326.121	496.230.881	-10,0	29.757.433	6.791,8
U.S. Dollar / Russian Ruble Futures	Micex	373.108.731	373.466.315	0,1		
U.S.Dollar/India Rupee Options	NSE	237.062.966	252.398.423	6,5	Canadian Dolar Futures (CME, 15ª)	
U.S.Dollar Futures	BM&F	84.049.097	83.426.499	-0,7	17427832	-23,6
Produtos Agrícolas						
Soy Meal Futures	DCE	325.876.653	265.357.592	-18,6	Palm Oil Futures (DCE, 4.ª)	
Repeseed meal Futures *	ZCE	421.207	160.100.378	N.D.	82.495.230	90,5
Soy Oil Futures	SHFE	68.858.554	96.334.673	39,9		
Palm Oil Futures	DCE	43.310.013	82.495.230	90,5	No. 1 Soybean Futures (DCE, 19.ª)	
Rubber Futures	DCE	75.176.266	72.438.058	-3,6	10.993.500	-75,8
Energia						
Brent Crude Futures	ICE	147.385.858	159.093.303	7,9	Brent Crude Oil Futures (Nymex, 16ª)	
Light Sweet Crude Oil Futures	Nymex	140.531.588	147.690.593	5,1	9.214.951	693,6
Natural Gas Futures	Nymex	94.799.542	84.282.495	-11,1		
Gasoil Futures	ICE	63.503.591	63.964.827	0,7	Crude Oil Futures (MCX, 5ª)	
Crude Oil Futures	MCX	57.790.229	39.558.169	-31,5	39.558.169	-31,5
Metais						
Steel Rebar Futures	SHFE	180.562.480	293.728.929	62,7	Silver Futures (SHFE, 2ª)	
Silver Futures	SHFE	21.264.954	173.222.611	714,6	173.222.611	714,6
Cooper Futures	SHFE	57.284.835	64.295.856	12,2		
High Grade Primary Aluminium Futures	LME	59.123.583	63.767.903	7,9	Silver M Futures (MCX, 11ª)	
SPDR Gold Shares ETF Options	**	54.567.743	49.003.859	-10	20.267.222	-44,1

Fonte: Futures Industry Association.

* Transacionado em várias plataformas de negociação.

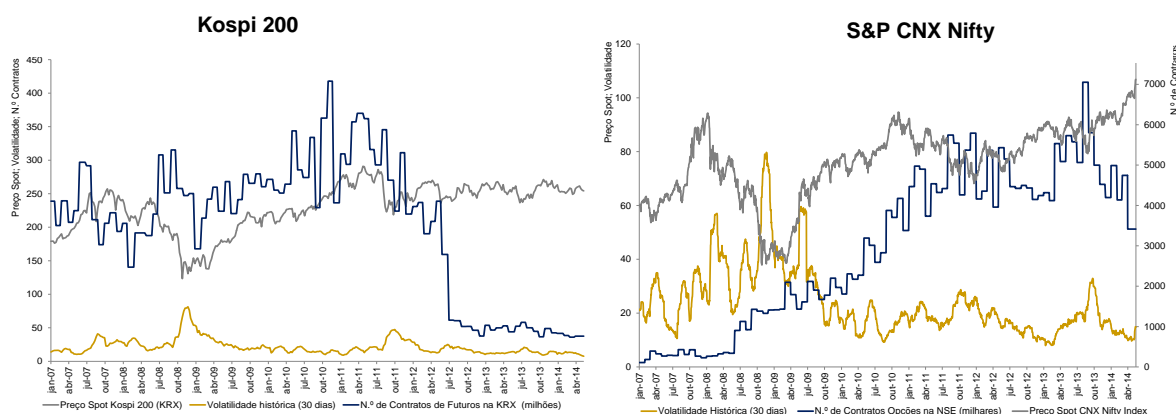
** Transacionado a partir de Dezembro de 2012

O mercado de derivados na América Latina representou 7,8% das transações mundiais. Apesar da quebra no volume global transacionado, coexistem segmentos que permaneceram alheios a esta evolução. Um dos contratos com maior dinamismo no último ano foi o BM&FBOvespa do Brasil. Estes contratos de futuros sobre taxas de juro interbancárias a um dia ocupam o segundo lugar nos contratos mais transacionados do mundo na respetiva categoria, o que contribuiu para que a BM&FBOvespa fosse a única das dez maiores bolsas mundiais de derivados que aumentou o volume negociado.

Em termos de classe de subjacentes, os contratos sobre ações e índices de ações tiveram quebras nos dois últimos anos. Não obstante, continuam a ser os subjacentes com maior peso no volume transacionado. Tal como se referiu anteriormente, a redução acentuada do volume negociado do

contrato Kospi 200 options esteve na origem da quebra verificada no segmento de índices de ações.

Gráfico 31 - Derivados sobre Índices de Ações, Volatilidade Histórica e Preço à Vista do Subjacente



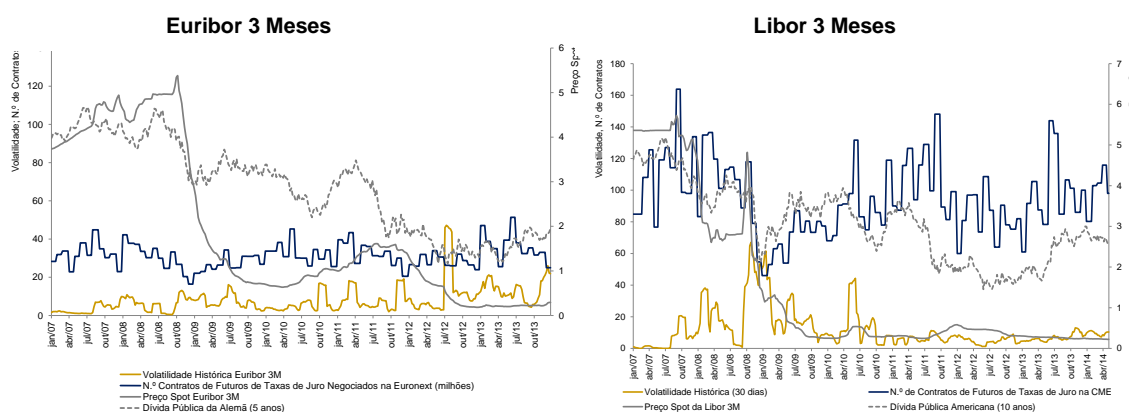
Fonte: Bloomberg e World Federation of Exchanges, cálculos CMVM.

Pelo menos em parte, a evolução do número de contratos de derivativos no segmento ações e índices de ações pode ser explicada pelas variações no preço dos subjacentes no mercado à vista. Assim, aumentos no número de contratos negociados podem ser associados a expectativas de evolução dos subjacentes e a aumentos na volatilidade das respetivas cotações. Tomando como exemplo os contratos de derivativos negociados nas praças que transacionaram dois dos cinco contratos com maior quota em 2013, o período que caracterizou o maior volume negociado na Korea Stock Exchange (2009 e 2010) esteve associado ao maior aumento das cotações do índice Kospi 200 no mercado à vista. Em 2013, após a quebra acentuada no número de contratos negociados pelos motivos já descritos, observa-se uma maior estabilidade na evolução de ambas as séries. No caso das opções negociadas no National Stock Exchange da Índia, a evolução do número de contratos pode ser associada à volatilidade histórica das cotações. Por exemplo, no primeiro semestre de 2013 um menor número de contratos foi acompanhado de uma menor volatilidade histórica e no segundo semestre ocorreu um aumento da volatilidade e do número de contratos negociados.

O segmento de derivativos sobre taxas de juro correspondeu a 15,4% do volume transacionado de contratos, com um crescimento de 13,6% face ao ano anterior. Na origem do crescimento deste segmento esteve, especialmente, o interesse dos investidores por dívida pública americana e alemã e por contratos sobre taxas de juro de curto prazo na Europa.

As taxas de juro subjacentes e as expectativas relativas à evolução futura dessas taxas terão condicionado os volumes negociados neste segmento. No caso dos contratos de futuros sobre taxas de juro negociados na Euronext e na CME a evolução do número de contratos sobre taxas de juro de curto e médio-longo prazo segue um padrão semelhante nos dois mercados, podendo identificar-se uma relação positiva entre as cotações da Euribor/Libor e as *yields* da dívida pública alemã/americana com o volume de contratos de futuros negociados sobre taxas de juro.

Gráfico 32 - N.º de contratos de derivados de Taxas de Juro, Volatilidade Histórica e Preço no Mercado à Vista do Respetivo Subjacente



Fonte: Bloomberg e World Federation of Exchanges; cálculos CMVM.

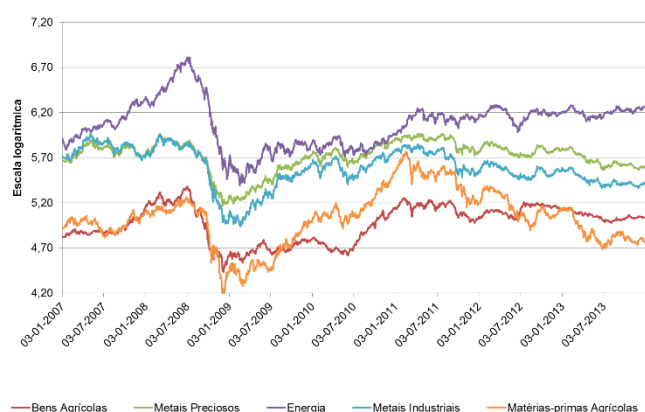
As transações sobre divisas, com um peso de 11,5% no volume negociado, também cresceram. Os contratos de futuros tendo como subjacente o par cambial dólar americano/rupia indiana continuaram a ser os mais transacionados apesar de os volumes negociados terem caído de novo. A diminuição da quantidade negociada destes contratos está relacionada com a imposição, ocorrida em maio de 2012, de limites mais restritivos ao volume de contratos negociado por instituições bancárias. Os bancos supervisionados pelo Reserve Bank of India ficaram limitados a transacionar o menor dos valores entre 100 milhões de dólares ou 15% das posições abertas no mercado, e deixaram de compensar as operações de futuros e opções sobre taxas de câmbio contra taxas *forward*. Os dois contratos mais relevantes sobre o par cambial rupia indiana/dólar americano são negociados na Multi Commodity Exchange of India (MCX) e na National Stock Exchange of India (NSE India) e os respetivos volumes caíram (já tinham diminuído no ano anterior).

Nos contratos sobre mercadorias assistiu-se ao aumento do número de contratos negociados na

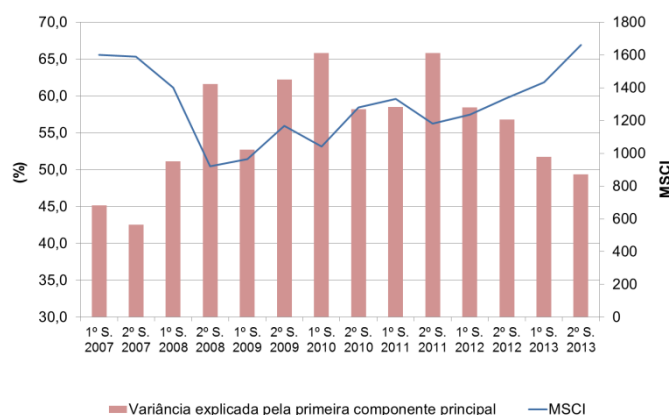
generalidade dos subjacentes, com exceção dos contratos sobre produtos agrícolas que tiveram uma diminuição de 3,3%. Os contratos sobre energia, metais preciosos e não preciosos tiveram aumentos na ordem dos dois dígitos. No caso do subjacente energia, parte do crescimento é explicado pelo *Dodd-Frank Act*¹⁰ que impôs um nível acrescido de regulação ao mercado de *swaps*. Nos termos desta legislação, as entidades com transações anuais em *swaps* superiores a oito mil milhões de dólares americanos têm agora de se registar como negociadores. As empresas de aviação e as petrolíferas converteram contratos de *swaps* em contratos de futuros no sentido de evitar o âmbito do *Dodd-Frank Act*, o que não se espera vir a acontecer noutras categorias de subjacentes dado que os principais negociadores ultrapassam significativamente aquele limiar.

Gráfico 33 – Mercadorias

Painel A - Preço das Mercadorias



Painel B - Co-movimento das Cotações de Índices de Mercadorias



Fonte: Bloomberg, cálculos da CMVM.

A análise dos índices mundiais de um conjunto de subjacentes aos contratos de mercadorias negociados em bolsas de derivados internacionais (energia, metais preciosos, matérias-primas agrícolas, metais industriais e bens agrícolas)¹¹ revela que apenas o índice associado à energia

¹⁰ Legislação aprovada em julho de 2010 e que entrou em vigor a 15 de outubro de 2012.

¹¹ S&P World Commodity Energy Index TR, S&P World Precious Metals Index TR, S&P World Commodity Agro Raw Materials Index TR, S&P World Commodity Industrial Metals Index TR e S&P World Commodity Agriculture Index TR.

cresceu em 2013. Em termos de volume de contratos transacionados, este ativo tinha registado também o maior dinamismo. No caso dos metais preciosos, o respetivo índice caiu 16,9%, o que poderá refletir as melhores perspetivas de crescimento da economia mundial e a consequente redução de procura por ativos de refúgio (onde os metais preciosos com oferta escassa se destacam).

Depois de, durante o período mais agudo da crise, se ter assistido a um acentuar da correlação entre as cinco séries analisadas, a partir de 2012 essa correlação diminui, com a variância explicada pela primeira componente principal a atingir os 49,4%, um valor apenas superior ao verificado em 2007. Por outro lado, a correlação entre a variância explicada pela primeira componente e o índice MSCI no período analisado é forte e negativa.

Em termos do volume negociado nas diversas bolsas de derivados, as praças com maior dinamismo repartem-se pelas grandes regiões mundiais. Refira-se, contudo, a grande dependência que algumas plataformas têm de apenas um contrato de derivados. São os casos da Korea Exchange e da Multi Commodity Exchange of India (nona e décima maiores bolsas de derivados do mundo em termos do número de contratos negociados), em que os contratos Kospi 200 options e de futuros sobre o par cambial dólar norte americano/rupia indiana representam 70,7% e 62,5%, respetivamente, do total de contratos negociados nessas plataformas.

Quadro 6 – As 10 Principais Bolsas de Derivados

Unidade: Nº de contratos

Posição	Bolsa de Valores	2012	Quota	2013	Quota	D % (2012-13)
1	<i>CME Group</i>	2.890.036.506	13,3	3.161.476.638	14,8	9,4
2	<i>Intercontinental Exchange (Inclui Nyse Euronext)</i>	2.448.099.505	11,3	2.807.970.132	13,1	14,7
3	<i>Eurex</i>	2.291.465.606	10,6	2.190.548.148	10,2	-4,4
4	<i>National Stock Exchange of India</i>	2.010.493.487	9,3	2.135.637.457	10,0	6,2
5	<i>BM&F Bovespa</i>	1.635.957.604	7,6	1.603.600.651	7,5	-2,0
6	<i>CBOE Holdings</i>	1.134.316.703	5,2	1.187.642.669	5,5	4,7
7	<i>Nasdaq OMX Group (inclui EU e US)</i>	1.115.529.138	5,1	1.142.955.206	5,3	2,5
8	<i>Moscow Exchange (Micex)</i>	1.061.835.904	4,9	1.134.477.258	5,3	6,8
9	<i>Korea Exchange</i>	1.835.617.727	8,5	820.664.621	3,8	-55,3
10	<i>Multi Commodity Exchange of India (inclui MCX-SX)</i>	959.613.240	4,4	794.001.650	3,7	-17,3
	<i>Outras</i>	4.284.145.510	19,8	4.453.520.411	20,8	4,0
	Total	21.667.110.930	100,0	21.432.494.841	100	-1,1

Fonte: Futures Industry Association

No conjunto das plataformas de negociação do grupo NYSE Euronext o número total de contratos cresceu ligeiramente, embora haja diferenças significativas entre as diversas plataformas. A NYSE Amex Options, a NYSE Liffe Amsterdam, a NYSE Liffe Paris e a NYSE Liffe U.S. mantiveram a

tendência de queda verificada no ano anterior, enquanto a NYSE Liffe UK, a NYSE Arca Options, a NYSE Liffe Brussels e a NYSE Liffe Lisbon recuperaram das diminuições de volume transacionado em 2012. Na NYSE Liffe Lisbon, onde se encontram cotados os produtos com subjacente em títulos das principais empresas portuguesas e do próprio índice PSI20, após a diminuição da quantidade transacionada nos três anos anteriores assistiu-se a um aumento expressivo do número de contratos negociados.

Quadro 7 – Volume de Transações de Contratos de Futuros e Opções da NYSE Euronext

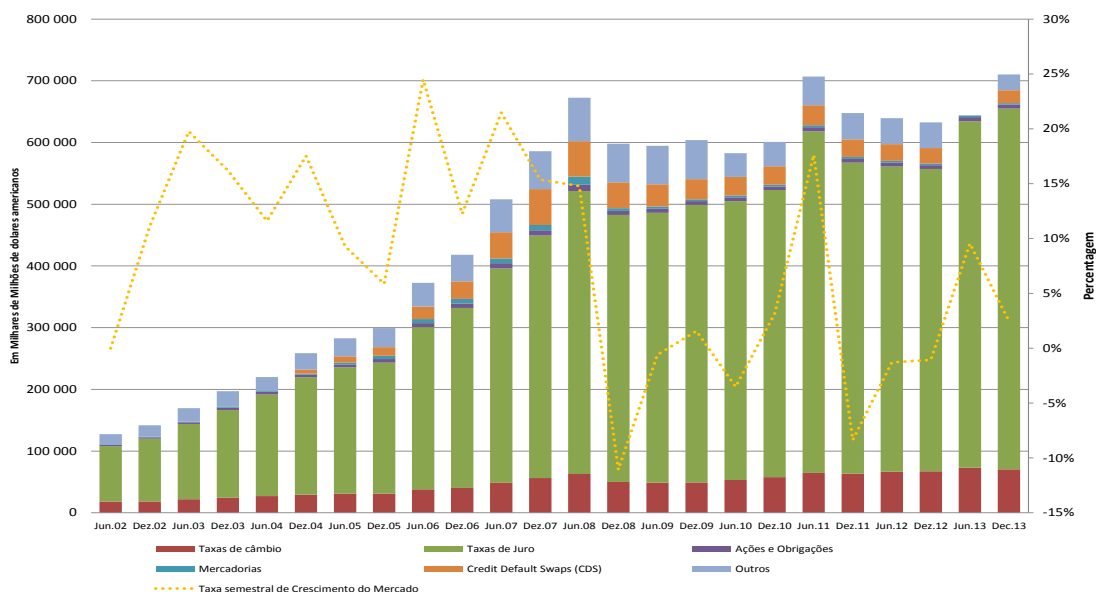
Unidade: N.º de contratos

	2012	2013	D % (2012-13)
<i>NYSE Liffe UK</i>	785 040 617	794 447 569	1,2
<i>NYSE ARCA Options</i>	411 936 938	451 427 061	9,6
<i>NYSE AMEX Options</i>	564 814 869	549 050 523	-2,8
<i>NYSE Liffe Amsterdam</i>	76 840 122	69 839 434	-9,1
<i>NYSE Liffe Paris</i>	92 847 166	76 249 312	-17,9
<i>NYSE Liffe U.S.</i>	18 822 393	13 504 571	-28,3
<i>NYSE Liffe Brussels</i>	1 006 795	1 154 190	14,6
<i>NYSE Liffe Lisbon</i>	67 520	112 861	67,2
Total	1 951 376 420	1 955 785 521	0,2

Fonte: NYSE Liffe Euronext; Futures Industry Association.

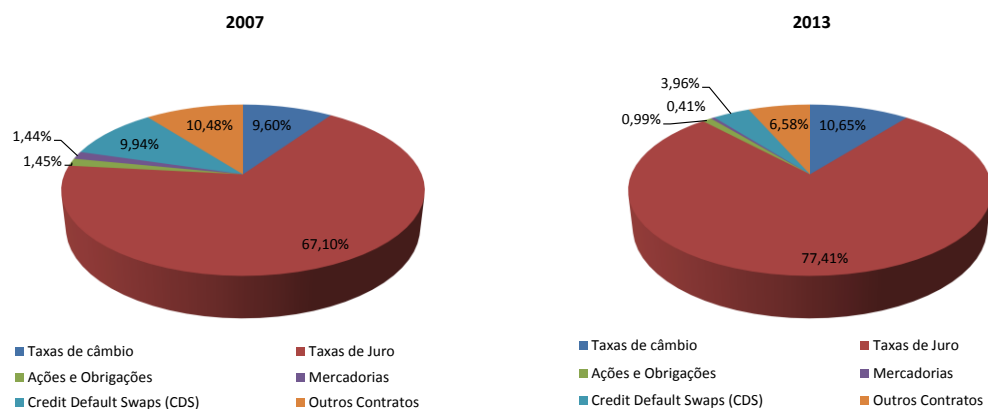
Uma parte relevante da negociação de derivados ocorre fora dos mercados regulamentados, sendo efetuada em mercado de balcão (OTC) através de contratos não padronizados. Em termos globais, o mercado de derivados OTC cresceu cerca de 12,3% em 2013, o que corresponde a um aumento do valor nominal dos contratos negociados de aproximadamente 633 mil milhões de dólares no segundo semestre de 2012 para aproximadamente 710 mil milhões de dólares no segundo semestre de 2013. Este aumento do valor nominal foi acompanhado de uma redução do valor de mercado dos contratos: o valor bruto dos contratos (i.e., o custo de substituição dos contratos pelos preços de mercado que prevalecem numa determinada data) diminuiu 32,6% de dezembro de 2012 para dezembro de 2013. Tal resulta, nomeadamente, da redução da diferença entre a taxa de juro no início do contrato e a taxa de mercado, num cenário de valores históricos mínimos para as taxas de juro.

Gráfico 34 - Valor Nocial do Mercado de Derivados OTC



Fonte: BIS; cálculos CMVM.

Gráfico 35 - Quota de Mercado em Valor Nocial por Categoria de Derivado



Fonte: BIS; cálculos CMVM.

A tendência de aumento dos valores nominais acompanhados de uma redução dos valores de mercado resultou, essencialmente, dos desenvolvimentos que ocorreram no segmento de taxas de

juro, historicamente o principal segmento na atividade de derivados OTC. O valor nocional destes contratos aumentou em 2013, mas o valor de mercado diminuiu. O aumento do valor nocional esteve concentrado nos segmentos de médio-longo prazo (um a cinco anos ou superior a cinco anos).

Os contratos de taxas de câmbio são o segundo maior segmento de mercado de derivados OTC e teve um aumento do valor nocional e uma redução no valor de mercado. Após um período de quebra contínua, os CDS, que tinham em 2007 um peso idêntico ao segmento de taxas de câmbio (10%), apenas representavam 4% do valor nocional dos contratos em dezembro de 2013.

Finalmente, é de referir que o European Market Infrastructure Regulation (EMIR) – Regulamento 648/2012, de 4 de Julho, da UE – impôs a criação de um mecanismo central de compensação a ser utilizado por todas as instituições financeiras, independentemente do valor transacionado, e pelas instituições não financeiras que transacionem acima de um determinado valor. Tornou também obrigatória a mitigação do risco inerente a todas as operações realizadas em OTC e o subsequente reporte aos repositórios de transações, tornando a informação pública e acessível aos reguladores. Por fim, impôs a aplicação de normas de conduta e de requisitos prudenciais aplicáveis aos profissionais certificados em operações de compensação, e exigidos pelos repositórios de transações, pelo que é expectável que a plena entrada em vigor desta regulamentação tenha algum impacto no mercado OTC.

1.3. FUNDOS DE INVESTIMENTO

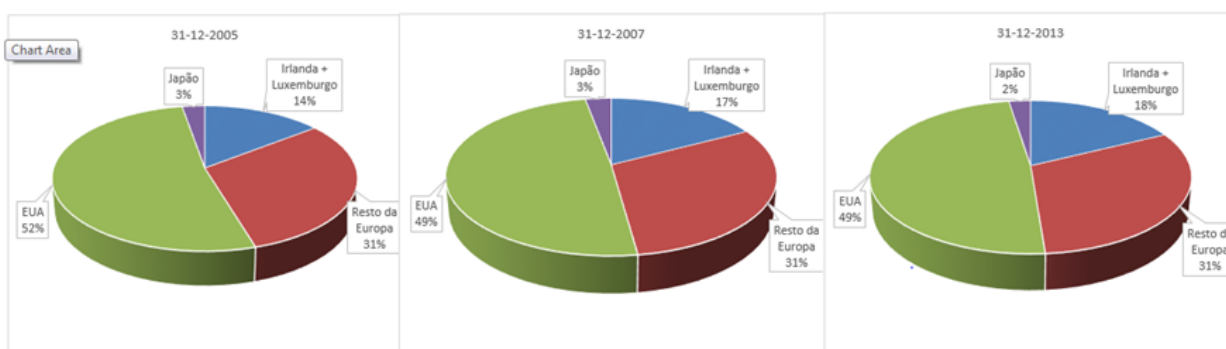
Os ativos sob gestão de fundos de investimento europeus (harmonizados e não harmonizados) atingiram cerca de €9,8 mil milhões no final do ano, refletindo um aumento anual de 9,4%. Embora com algumas oscilações, nomeadamente em 2011, em que apresentou uma ligeira quebra, o setor europeu dos fundos de investimento tem revelado uma tendência de crescimento, com o valor dos ativos sob gestão a aumentar cerca de 38% entre 2009 e 2013. Este crescimento foi superior ao verificado no Japão no mesmo período (22,4%) mas inferior ao dos EUA (41,2%).

O valor sob gestão de fundos de investimento na Europa correspondia a 67,8% do PIB em 2013, uma percentagem que se aproxima da dos EUA (86,1%) e que se distancia significativamente da do Japão (15,2%). Com exceção da Turquia, com problemas económicos específicos (elevado endividamento externo e deficit da balança de transações correntes) agravados com a recente crise dos mercados emergentes, os demais países europeus conheceram taxas anuais de crescimento do valor sob gestão positivas. Esta tendência generalizada aconteceu num contexto de crescente otimismo dos investidores, encorajados pelas perspetivas futuras da atividade económica e pelo desempenho

recente dos mercados de capitais. Os cinco principais mercados europeus de fundos de investimento – Alemanha, França, Irlanda, Luxemburgo e Reino Unido – viram a sua quota de mercado diminuir marginalmente para cerca de 81,9%. O enquadramento regulatório e fiscal, por vezes combinado com a dimensão económica, explica a importância desses países no contexto europeu.

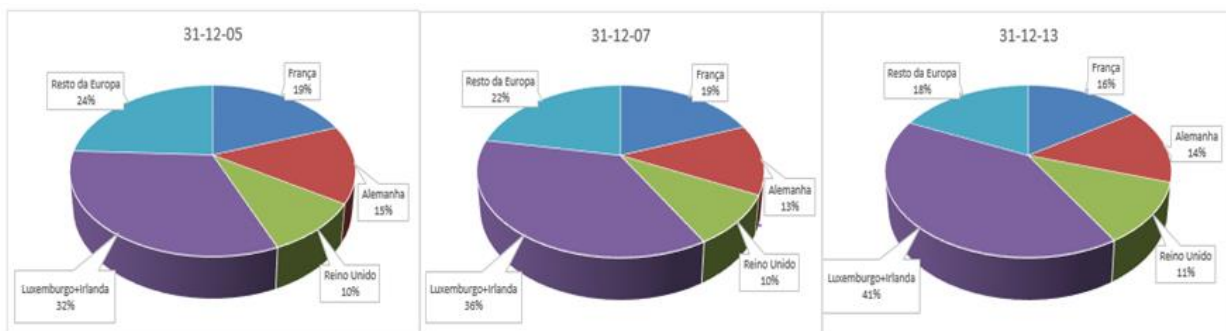
Gráfico 36 – Quota de Mercado de Ativos Sob Gestão de Organismos de Investimento Coletivo Harmonizados e Não Harmonizados

Painel A: No Mundo



Nota: Resto da Europa inclui Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Dinamarca, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hungria, Itália, Lichtenstein, Noruega, Polónia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Roménia, Suécia, Suíça e Turquia.

Painel B: Na Europa



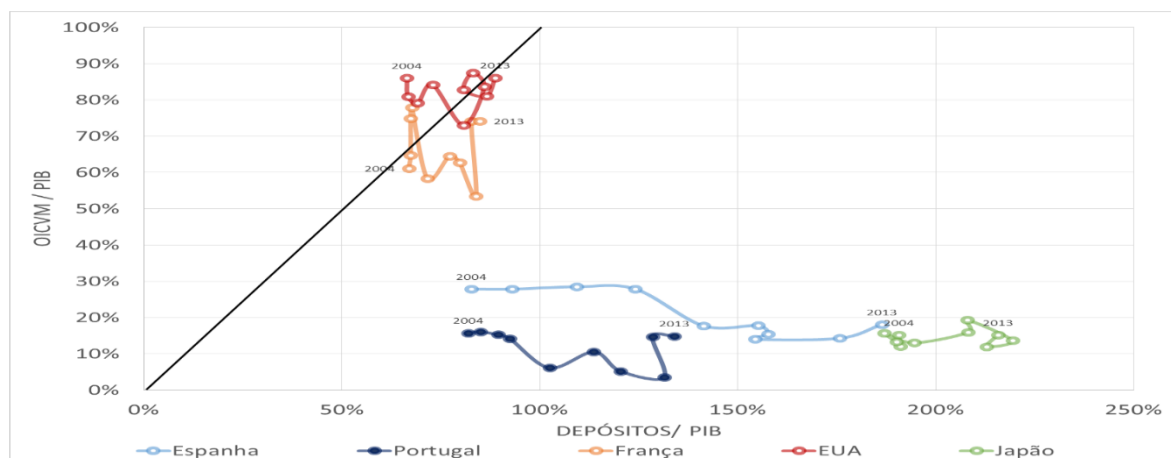
Fonte: EFAMA e CMVM

Nota: Resto da Europa inclui Áustria, Bélgica, Bulgária, Dinamarca, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Finlândia, Grécia, Holanda, Hungria, Itália, Lichtenstein, Noruega, Polónia, Portugal, República Checa, Roménia, Suécia, Suíça e Turquia.

A análise da evolução agregada no espaço europeu oculta contudo uma evolução dual entre os seus

membros ao longo da última década. Relativizando o peso dos fundos de investimento e dos depósitos bancários pelo PIB de cada país, constata-se que em países como Portugal ou Espanha a década ficou marcada por um incremento significativo do peso dos depósitos bancários no PIB, inversamente ao que sucedeu com os fundos de investimento. Além disso, o aumento do peso relativo dos depósitos no PIB foi muito superior em Portugal e, em particular, na Espanha do que o apurado na França. Em países como Espanha, Portugal e o Japão a importância dos depósitos bancários foi reforçada na última década e supera em várias vezes a importância relativa dos fundos de investimento harmonizados. Tal não pode ser dissociado das quebras de preço verificadas em muitos ativos financeiros em alguns dos últimos dez anos, algo que não teve paralelo nos depósitos bancários que, por definição, têm garantia de capital.

Gráfico 37 – Depósitos e Valor Líquido Global dos OICVM em percentagem do PIB entre 2004 e 2013 para alguns países selecionados.



Fontes: Helgilibrary; ICI; EFAMA; EUROSTAT; cálculos CMVM.

Nota: Os resultados obtidos para o rácio depósitos bancários / PIB relativos a 2013 são uma previsão tendo por base a série cronológica de 2002 a 2011.

O número de fundos de investimento na Europa aumentou apenas cerca de 1%, contribuindo para o incremento do valor médio sob gestão. No final de 2013 o valor médio sob gestão de um fundo de investimento europeu era de €179 milhões, com os fundos harmonizados a apresentarem um valor médio de €193 milhões (€153 milhões nos não harmonizados). Em média, os fundos de maior dimensão na Europa encontravam-se no Reino Unido e na Suíça. Em 11 dos 26 países analisados, entre os quais Portugal, a dimensão média de um fundo era inferior a €60 milhões, enquanto nos EUA e no Japão o valor médio se situava respetivamente em €1.413 milhões e €114 milhões.

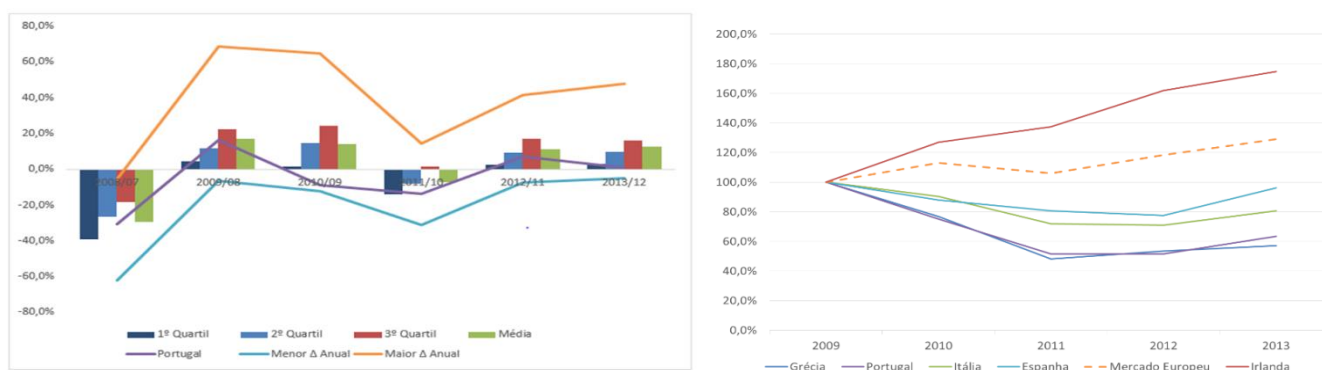
Na Irlanda continuou a assistir-se a um crescimento muito significativo dos ativos sob gestão de fundos de investimento. As vantagens fiscais concedidas na domiciliação de um fundo¹², bem como a possibilidade de as unidades de participação poderem ser transacionadas em todo o mercado europeu de acordo com a diretiva UCITS IV¹³, ajudam a explicar esta tendência. A Irlanda e o Luxemburgo são frequentemente escolhidos para domiciliar um fundo harmonizado através de uma instituição financeira que o custodie, dado que a gestão do fundo pode ser exercida através de outra localização sob um “modelo de delegação” e as unidades de participação podem ser transacionadas para mais de 70 países. As particularidades deste setor na Irlanda ajudam a explicar a sua resiliência face à crise da dívida soberana. O mesmo não sucedeu nos demais países europeus. Assim, enquanto o valor sob gestão de fundos de investimento harmonizados domiciliados na Irlanda cresceu 75% entre 2009 e 2013, em Espanha, Itália, Grécia e Portugal os ativos sob gestão diminuíram. Saliente-se, contudo, que no último ano o valor sob gestão nestes países recuperou significativamente, em particular em Espanha e em Portugal, refletindo um crescente otimismo dos investidores face às expectativas futuras dessas economias e um aumento dos preços dos ativos nas carteiras dos fundos.

¹² Aos fundos harmonizados na Irlanda aplica-se um regime fiscal significativamente mais favorável que a média europeia e apenas comparável com o Luxemburgo e Malta. O fundo harmonizado não é taxado e as entidades gestoras estão sujeitas a 12,5% de imposto.

¹³ Diretiva que entrou em vigor a 1 de julho de 2011.

Gráfico 38 – Ativos Sob Gestão de Organismos de Investimento Coletivo na Europa

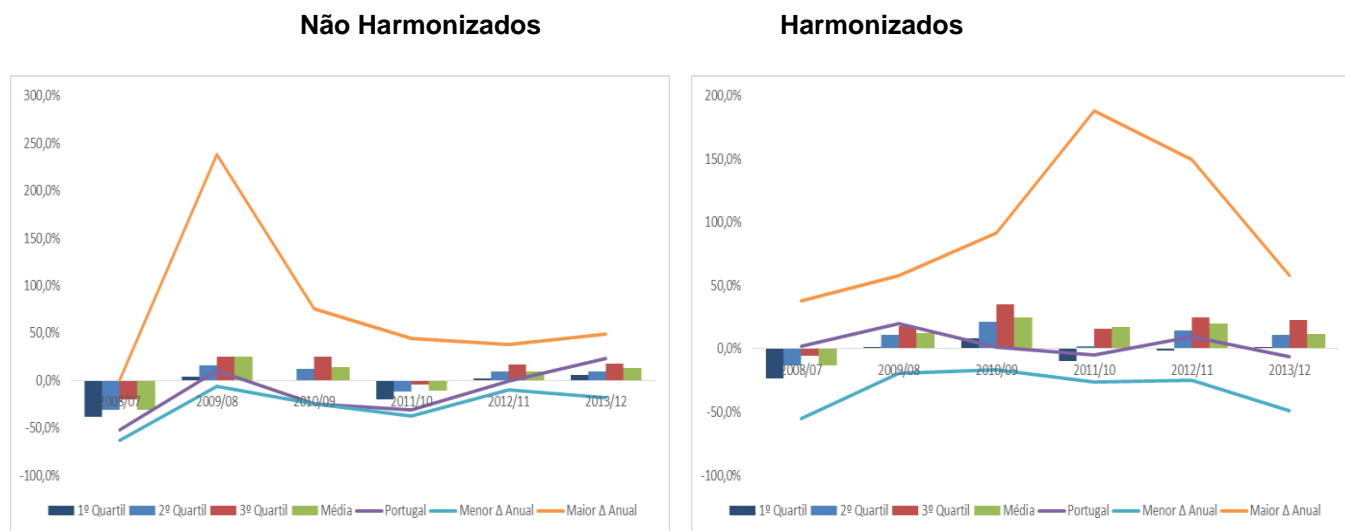
Esquerda – Variação Valor (Harmonizados e Não Harmonizados)
Direita - Ativos Sob Gestão dos Fundos Harmonizados (Índice=100 em 2009)



Fonte: CMVM e EFAMA, cálculos CMVM.

Os valores sob gestão dos fundos harmonizados cresceram 9,1%. Este crescimento ocorreu na maioria dos países, registando-se apenas diminuições na Áustria, França e Turquia. Os fundos não harmonizados (que incluem em termos genéricos, os fundos especiais de investimento, os alternativos e os imobiliários) são por natureza mais flexíveis nos ativos que podem deter em carteira e viram os ativos sob gestão aumentar 10,4%, ligeiramente acima do verificado nos fundos harmonizados. Tal como nos fundos harmonizados também no caso dos não harmonizados se observa uma forte concentração dos ativos sob gestão em cinco mercados europeus – Alemanha, França, Irlanda, Luxemburgo e Reino Unido. Em 2013, os intermediários financeiros desses países geriam 86% do valor sob gestão de fundos não harmonizados na Europa, com a Alemanha a representar 39% do total na Europa.

Gráfico 39 – Variação do valor dos Ativos sob Gestão de Organismos de Investimento Coletivo



Fonte: EFAMA e CMVM

A evolução dos fundos não harmonizados foi diversificada. Embora a Holanda, a Suécia, a Espanha e Portugal tenham registado diminuições dos ativos sob gestão, nos demais países europeus verificaram-se aumentos, nalguns casos expressivos. O aumento de €273 mil milhões do valor sob gestão de fundos não harmonizados europeus circunscreveu-se a um pequeno número de países, com a Dinamarca, a França, a Alemanha, a Irlanda, o Luxemburgo, a Polónia, a Suíça e o Reino Unido a ser responsáveis por 98,1% desse aumento. Em Portugal, o segmento de fundos não harmonizados correspondia a 70% dos ativos sob gestão no final do ano, embora tenha conhecido uma contração no último ano.

Quadro 8 – Subscrições Líquidas de Organismos de Investimento Coletivo Harmonizados por Tipo de Fundo em 2013

Unidade: 10⁶ Euro

Países	Fundos de Ações	Fundos de Obrigações	Fundos Mistos	Fundos de Tesouraria	Outros	Total
Áustria	-131	55	-1 091	-166	-453	-1 786
Bélgica	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Bulgária	7	31	11	49	0	98
República Checa	27	21	176	-31	186	379
Eslováquia	46	37	144	-69	74	232
Eslovénia	6	-13	-45	12	2	-38
Dinamarca	1 311	3 530	808	0	-24	5 625
Finlândia	2 511	858	-827	1 555	143	4 240
França	-11 900	-10 400	-3 400	-46 900	-2 400	-75 000
Alemanha	1 025	579	5 833	-525	-1 127	5 785
Grécia	-100	-249	4	-155	-96	-596
Hungria	-38	1 245	70	841	563	2 681
Irlanda	35 723	4 669	12 885	-21 297	24 312	56 292
Itália	-2 554	-2 879	19 846	-1 697	0	12 716
Liechtenstein	775	-230	133	-1 338	108	-552
Luxemburgo	55 912	51 156	63 462	-17 970	504	153 064
Holanda	-1 440	846	581	0	568	555
Noruega	1 056	1 964	1 140	-601	14	3 573
Polónia	646	-596	-111	1 647	371	1 957
Portugal	-55	139	96	1 079	-1 008	252
Roménia	4	441	5	13	340	803
Espanha	1 952	15 877	4 014	1 217	0	23 060
Suécia	3 881	-156	1 572	1 323	1 188	7 808
Suíça	-5 088	4 754	5 892	-1 105	0	4 453
Turquia	152	1 410	-76	-670	24	840
Reino Unido	15 778	-3 204	2 400	698	6 181	21 853
Total 1	99 506	69 885	113 522	-84 090	29 470	228 294
Total 2 (sem Reino Unido e Irlanda)	48 005	68 420	98 237	-63 491	-1 023	150 149
EUA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267 319
Japão	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	77 811

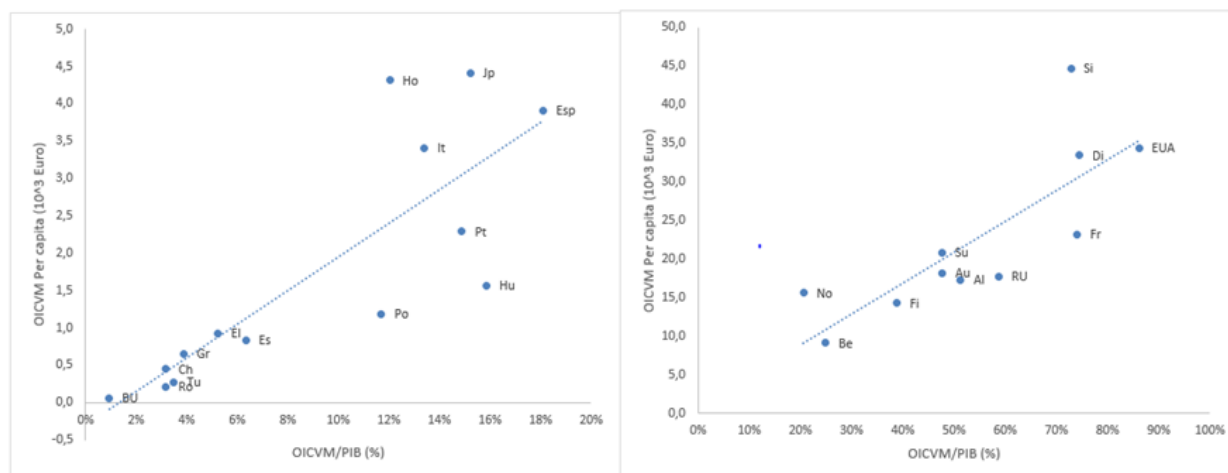
Fonte: EFAMA, ICI e APFIPP.

Uma parte significativa do crescimento do valor dos ativos sob gestão resultou de um efeito preço na medida em que as cotações de muitos ativos financeiros aumentaram. Foi o caso, por exemplo, das ações, com o índice MSCI para a Europa a aumentar 16,4% em 2013. Todavia, existiu também um efeito volume não despendendo. No caso dos fundos harmonizados na Europa, as subscrições líquidas de resgates corresponderam a cerca de 40% do crescimento do valor sob gestão dos fundos harmonizados, o que atesta do dinamismo deste setor no ano findo.

Apesar da maior volatilidade dos mercados acionistas no primeiro semestre de 2013, tem existido alguma sazonalidade nas subscrições líquidas de resgates de novos fundos na Europa. Nos três anos mais recentes, o valor das novas subscrições líquidas de fundos harmonizados foi superior no primeiro

trimestre de cada ano, contrariamente ao sucedido nos EUA em que as novas subscrições ocorreram principalmente no quarto trimestre. Os fundos de ações e os fundos mistos captaram 93,3% das subscrições líquidas na Europa. Contrariamente ao ocorrido no ano anterior, os fundos de obrigações não foram os mais representativos em termos de subscrições líquidas, dadas as quebras ocorridas nos diversos índices obrigacionistas regionais (exceto o Japão) e nos diversos segmentos de risco, embora se tenham verificado subscrições líquidas positivas na primeira metade do ano. Os fundos de tesouraria, por seu turno, tiveram um desinvestimento líquido em consequência das reduzidas taxas de juro praticadas no mercado monetário. No caso de Portugal, as subscrições líquidas em fundos harmonizados foram positivas, contrariamente ao sucedido em 2012. O investimento líquido em fundos harmonizados apenas ocorreu em fundos de tesouraria, em fundos de obrigações e em fundos mistos, com maior incidência nos primeiros (porventura em resultado da diminuição das taxas de remuneração dos novos depósitos bancários).

Gráfico 40 – Relevância Comparada de Ativos sob Gestão dos Organismos de Investimento Coletivo – Fundos Harmonizados (2013)



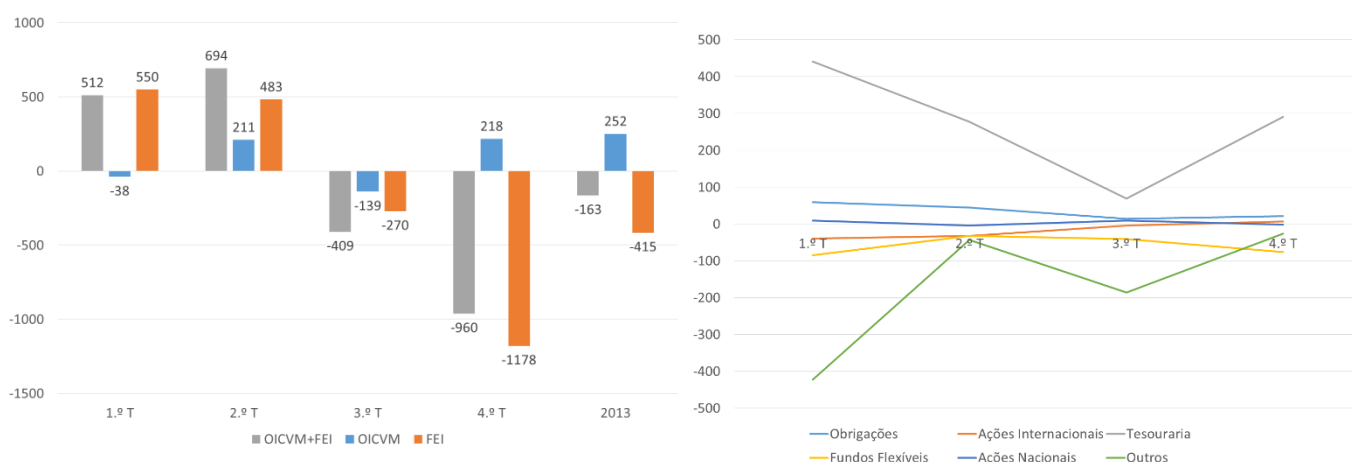
Fontes: EFAMA, ICI, Eurostat, US Census Bureau, World Bank e OCDE.

Nota: (Al) Alemanha, (Au) Áustria, (Be) Bélgica, (Bu) Bulgária, (Di) Dinamarca, (Esp) Espanha, (El) Estados Unidos (EUA), Eslováquia, (El) Eslovénia, (Fi) Finlândia, (Fr) França, (Gr) Grécia, (Ho) Holanda, (Hu) Hungria, (It) Itália, (Jp) Japão, (No) Noruega, (Po) Polónia, (Pt) Portugal, (RU) Reino Unido, (Ch) República Checa, (Ro) Roménia, (Su) Suécia, (Si) Suíça e (Tu) Turquia.

A importância relativa dos fundos harmonizados nas economias de cada país e enquanto instrumento de poupança a que os investidores recorrem é aqui apresentada graficamente. Evidencia-se o peso

dos fundos harmonizados no PIB, bem como o valor aplicado *per capita* (considerando a população residente e potencialmente investidora em fundos). No último ano a expressão dos fundos no PIB para o conjunto dos países europeus aumentou 5,3 p.p.. O investimento *per capita* situou-se em cerca de €16,5 mil (€9,9 mil quando excluídos a Irlanda e o Luxemburgo). Nos EUA o valor sob gestão dos fundos corresponde a cerca de €34,4 mil por habitante. Em Portugal, os dois indicadores mantiveram-se estáveis em 2013, com o investimento *per capita* a rondar os €2,3 mil.

Gráfico 41 – Saldo Líquido de Investimento em Organismos de Investimento Coletivo Harmonizados e Fundos Especiais de Investimento em Portugal e por Tipo de Fundo (2013)



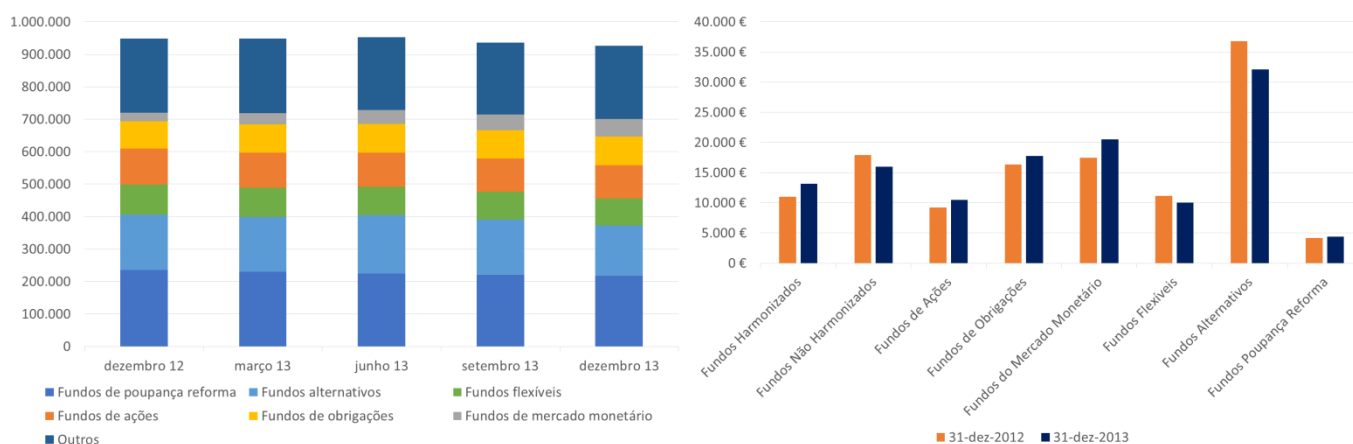
Fonte: APFIPP.

O investimento líquido em fundos harmonizados apenas ocorreu em fundos de tesouraria, em fundos de obrigações e em fundos mistos, com maior incidência nos primeiros, porventura em resultado da diminuição das taxas de remuneração dos novos depósitos bancários. As categorias 'outros fundos', em especial no que toca a 'fundos de capital garantido' e a 'fundos flexíveis', tiveram desinvestimento líquido mais intenso (no seu conjunto, cerca de €1.113 milhões).

Também o número de participantes em fundos de investimento harmonizados aumentou significativamente (32 mil, um crescimento anual de 7%). Os fundos do mercado monetário foram os principais responsáveis por este crescimento (mais 29 mil participantes face ao ano anterior). Nos não

harmonizados, os fundos poupança reforma tiveram uma diminuição de 18 mil participantes, provavelmente em resultado da eliminação parcial das suas vantagens fiscais.

Gráfico 42 – Número de Participantes em Fundos de Investimento em Portugal (Esquerda) e VLGF Médio por Participante (Direita)



Fonte: CMVM.

Embora durante 2013 se tenha registado um desinvestimento líquido em fundos harmonizados e simultaneamente um aumento do número de participantes, o valor médio por participante aumentou de €11 mil para €13,1 mil em resultado da valorização dos ativos sob gestão. O aumento foi superior nos fundos do mercado monetário (o valor médio por participante aumentou de €17,5 mil para €20,5 mil). Pelo contrário, os fundos não harmonizados tiveram um comportamento oposto, com o valor médio por participante a diminuir de €17,9 mil para €16 mil, o que indicia que os investidores apresentaram uma menor preferência por carteiras de investimentos flexíveis.



2. O MERCADO PORTUGUÊS DE VALORES MOBILIÁRIOS

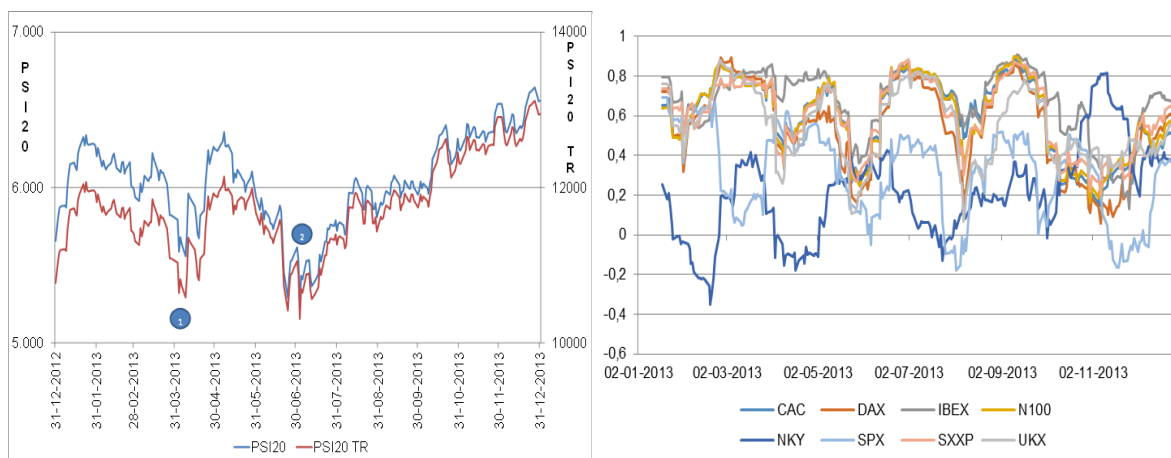
2.1 EVOLUÇÃO GLOBAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO DESTINO DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS

2.1.1. Evolução do Mercado de Ações

Os mercados acionistas continuaram a ser influenciados pela incerteza e pelos cenários de instabilidade que persistiram em diversos países, em particular na Zona Euro. No caso português, o PSI20, após alguma estabilidade no início do ano, caiu a partir do início do segundo trimestre. A incerteza causada pela declaração de inconstitucionalidade de normas do Orçamento de Estado para 2013 e as dificuldades da negociação das eventuais medidas compensatórias com as instituições internacionais no âmbito do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro foram os motivos próximos desta evolução. A conclusão da 7ª avaliação com o acordo das instituições internacionais contribuiu para melhorar a confiança dos agentes económicos, o que resultou numa tendência de recuperação dos preços das ações.

Tomando a variação do índice PSI20 como indicador aproximado da rentabilidade do mercado acionista português, esta foi de 16% no último ano, uma forte subida face aos 2,9% registados em 2012 (o primeiro ano desde 2009 em que o mercado proporcionou uma rentabilidade positiva). Se for considerado o PSI20 TR, que inclui o efeito dos dividendos pagos, o retorno acionista foi superior (+20,2%), e mais elevado que a média da última década (+3,1%). O acréscimo de rentabilidade aconteceu em paralelo com a descida dos prémios de risco das obrigações do Tesouro português, o que reflete uma maior confiança dos mercados em Portugal.

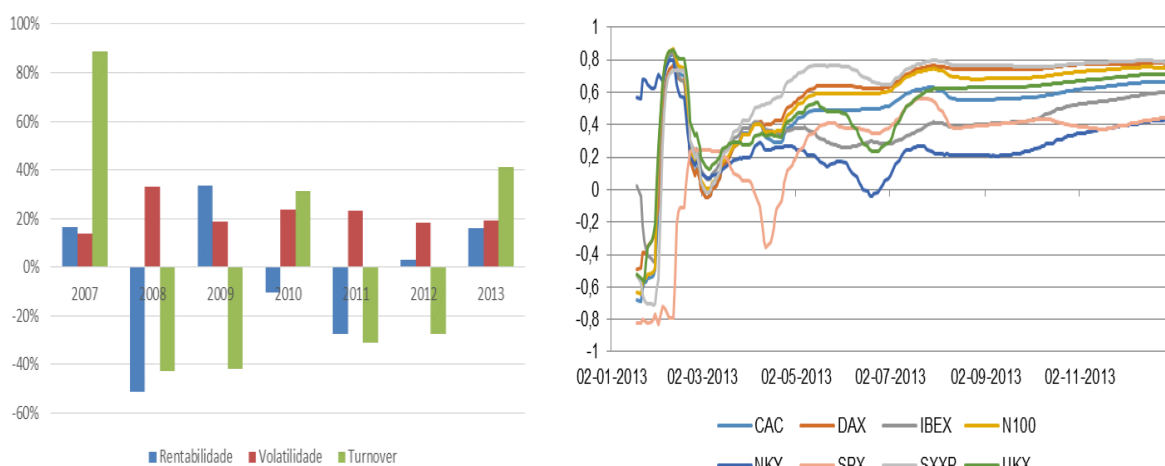
Gráfico 43 – Índices PSI20 e PSI20 TR (Esquerda) e correlação entre os retornos do PSI-20 e de índices internacionais em janelas mensais (Direita)



Fonte: Bloomberg

Notas: 1) declaração de inconstitucionalidade de normas do Orçamento de Estado para 2013 relativas à suspensão do pagamento do subsídio de férias para o setor público, pensionistas e contratos de docência e investigação, bem como a criação de uma taxa sobre o subsídio de doença e desemprego; 2) demissão do Ministro de Estado e das Finanças seguida de crise política e negociações entre os partidos da maioria e o principal partido da oposição.

Gráfico 44 – Rentabilidade, Volatilidade e Transações do PSI20 (Esquerda) e correlação entre a volatilidade dos retornos do PSI-20 e de índices internacionais em janelas mensais (Direita)

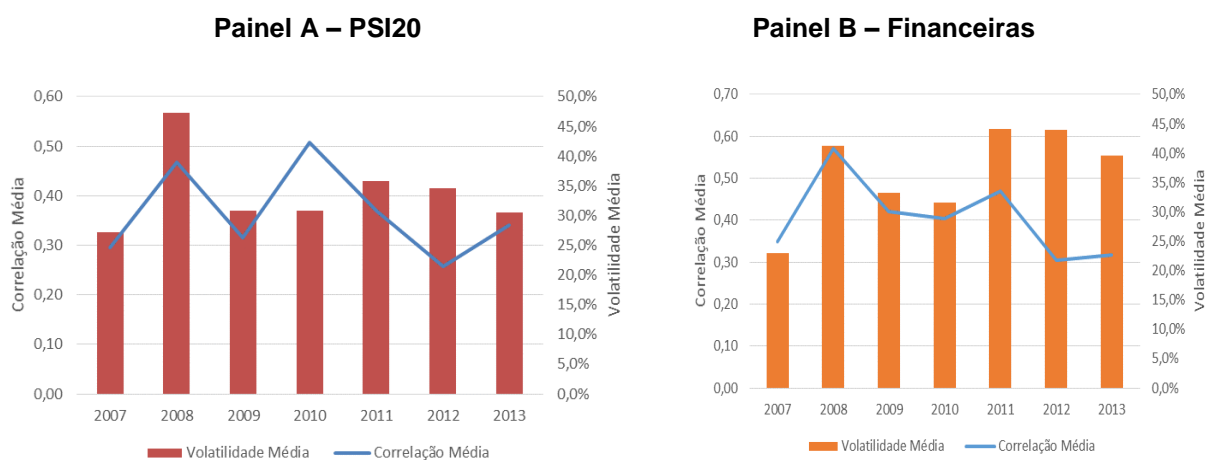


Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

A rentabilidade acionista do mercado português evoluiu em geral de acordo com a de outros mercados europeus, mas diferenciou-se mais da verificada nos mercados americano e japonês. No último trimestre, contudo, a associação entre os diversos mercados foi menos pronunciada. Tal é consistente com a diminuição da intensidade dos efeitos de contágio entre os mercados e o concomitante aumento de importância das especificidades de cada economia na evolução das cotações das suas empresas.

Em paralelo com a evolução da rentabilidade, assistiu-se ao aumento da volatilidade do índice PSI20 na primeira metade do ano, que poderá ter resultado da referida incerteza relativa ao Orçamento de Estado, mas também da incerteza face aos lucros futuros e à remuneração dos acionistas das sociedades cotadas ou ainda da interação e divergência de opiniões dos investidores. A associação da volatilidade dos retornos do índice português com a de outros índices internacionais também foi mais intensa e estável na segunda metade do ano, à medida que diminuía de intensidade os eventuais efeitos de contágio entre as diversas economias e se intensificavam os efeitos do redireccionamento de capitais oriundos de mercados emergentes.

Gráfico 45 – Volatilidade e Correlações



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM. A correlação média corresponde ao valor médio dos coeficientes de correlação dos retornos dos vários títulos que integram o índice PSI20. A volatilidade média corresponde ao valor médio da volatilidade dos vários títulos que integram o índice PSI20 (efeitos de diversificação são ignorados).

O valor das transações de ações das empresas integrantes do PSI20 cresceu 41,2% em 2013. Parte desse aumento está relacionado com a valorização das ações (efeito preço), mas o crescimento das quantidades transacionadas também foi elevado. O valor das transações é muitas vezes usado,

embora de forma não consensual, como indicador de sentimento de mercado, na medida em que está frequentemente associado à participação de investidores de retalho e, por conseguinte, é tido como refletindo a confiança desses investidores. Nesse sentido, poderá concluir-se que 2013 foi um ano de retoma da confiança dos investidores.

A média das volatilidades dos títulos que integram o PSI20 caiu, o que significa que o risco específico das ações que compõem o índice diminuiu. A correlação média das ações que integram o PSI20 aumentou, pelo que diminuíram os ganhos de diversificação deste índice.

CAIXA II - A ATENÇÃO DO INVESTIDOR E A EVOLUÇÃO DO PSI20

Múltiplas métricas têm sido propostas com o objetivo de quantificar a atenção do investidor, uma das quais relacionada com as pesquisas na internet. Esta abordagem reconhece que a internet se tornou uma plataforma eficiente para a obtenção de informação financeira por um grande número de utilizadores, e a um custo negligenciável, pelo que se um investidor utilizar um motor de busca para obter informação sobre um título ou um índice tal é um indicador da sua atenção. Neste contexto, diversos estudos têm usado o volume de pesquisas na internet para explicar e prever os movimentos observados, quer ao nível dos títulos transacionados nos diversos mercados, nomeadamente o norte-americano (Da et al. 2011, Drake et al. 2012, Vlastakis e Markellos 2012), europeu (Latoeiro e Ramos 2014), alemão (Bank et al. 2011), chinês (Zhang et al. 2013) e francês (Aouadi et al. 2013), quer dos respetivos índices (Dzielinski 2012).

Tendo por base os estudos referidos, analisa-se de seguida a relação entre a atenção do investidor, medida pela frequência de pesquisas no Google sobre o termo “PSI20” em Portugal de maio de 2006 a dezembro de 2013, a volatilidade, o valor transacionado e a rentabilidade do índice PSI20 TR. O Google disponibiliza a ferramenta online Google Trends¹⁴ que oferece o acesso à frequência de pesquisa dos termos submetidos pelos utilizadores nas suas pesquisas. O indicador disponibilizado, conhecido como Google Search Volume Index (GSV), encontra-se normalizado pelo total de pesquisas de uma dada área geográfica e pelo volume de pesquisas máximo da série, e varia no intervalo [0,100].

Em termos globais, existe na amostra uma correlação contemporânea positiva (0,40) entre as pesquisas mensais no Google sobre o termo “PSI20” e a volatilidade do índice PSI20 TR15, o que

¹⁴ <https://www.google.com/trends>.

¹⁵ No presente exercício foi utilizada a volatilidade realizada, definida pelo somatório do quadrado dos retornos diários associados ao índice PSI20 TR.

pode ser interpretado como uma necessidade adicional de procura de informação por parte do investidor como forma de reduzir a incerteza em cenários de maior volatilidade das cotações.

Considerando a relação entre a volatilidade do índice PSI20 TR e o volume de pesquisas do Google, numa base semanal, observa-se igualmente uma associação positiva, mas com diferentes padrões no período em análise. Assim, a maior associação entre as duas variáveis ocorreu em 2008 (correlação de 0,62) e 2010 (correlação igual a 0,59), e a menor nos anos de 2013 (0,11) e 2006 (0,18).

Gráfico A - Volume de pesquisas no Google, volatilidade efetiva, rentabilidade e valor transacionado - PSI20 TR, base

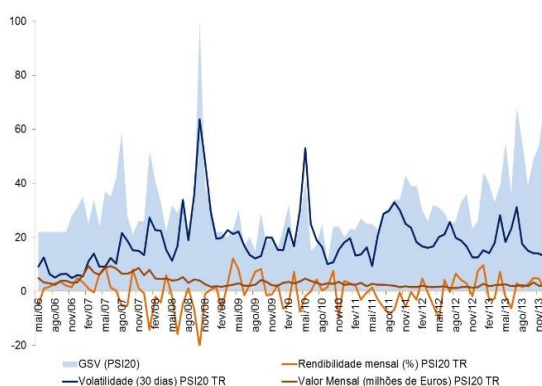
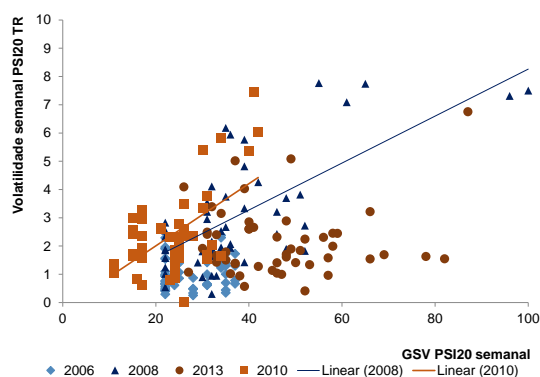


Gráfico B - Volume de pesquisas no Google e volatilidade efetiva - PSI20 TR, base semanal



Fonte: Bloomberg, Cálculos CMVM

Adicionalmente, testes de causalidade de Granger permitem apenas rejeitar a hipótese de inexistência de causalidade da frequência de pesquisas relativamente à volatilidade ($F=3,76$; $p=0,02$). Isto significa que, de um ponto de vista estatístico, não é de rejeitar a hipótese de a frequência de pesquisas influenciar a volatilidade do índice acionista, mas rejeita-se a hipótese de a frequência de pesquisas ser influenciada pela volatilidade. Deste modo, procede-se de seguida à estimação de um modelo de regressão em que se considera a frequência de pesquisas como variável explicativa da volatilidade do PSI20 TR.

O impacto das pesquisas do Google sobre a volatilidade do PSI20 TR mantém-se, mesmo após o controlo por outras variáveis, tais como a volatilidade na semana anterior, o valor transacionado e a rentabilidade (vd., Modelo 1). Em semanas em que se verificam maiores desvios na rentabilidade face ao valor médio observado no período¹⁶, o impacto das pesquisas no Google na volatilidade do PSI20 TR é superior (vd., Modelo 2). Por fim, o teste da estabilidade da estrutura do coeficiente da variável relativa às frequências de pesquisa com base nos resíduos recursivos indica uma quebra de estrutura em 2008, pelo que se estimou um terceiro modelo, com o propósito de testar o efeito potencial da crise económica na relação entre as variáveis em análise¹⁷. Os resultados sugerem a existência de uma relação mais forte entre as pesquisas no Google sobre o termo “PSI20” e a volatilidade do índice PSI20 TR após 2008. Os três modelos revelam a existência de uma relação contemporânea positiva entre pesquisas no Google e a volatilidade do índice, que aumenta de intensidade em cenários de maior desvio das rentabilidades em relação ao valor médio e durante o período da crise financeira.

Gráfico C – Estabilidade do coeficiente da variável relativa à frequência de pesquisa do termo PSI 20

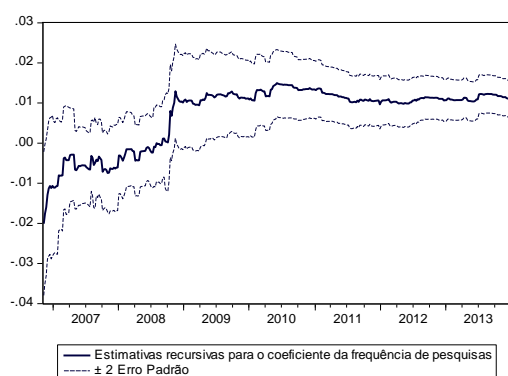


Tabela – O impacto das pesquisas no Google na volatilidade do PSI20 TR

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Constante	-2,61	-2,35	-8,63
(log) Frequência de Pesquisas (t)	1,04 **	0,60 **	-0,62
(log) Frequência de Pesquisas (t-1)	-0,71 **	-0,26	0,57
(log) Frequência de Pesquisas (t) x D1		0,92 *	
(log) Frequência de Pesquisas (t-1) x D1		-0,91 **	
(log) Frequência de Pesquisas (t) x D2			1,61 **
(log) Frequência de Pesquisas (t-1) x D2			-1,28 **
Volatilidade semanal PSI20 TR (t-1)	0,49 **	0,48 **	0,39 **
LOG Valor transacionado PSI 20 (t)	0,20 *	0,17 *	0,69 *
Rendibilidade semanal PSI20 TR (t)	-10,25 **	-9,89 **	-9,41 **
	R ² =35,6%	R ² =36,2%	R ² =40,9%

** estatisticamente significativa a 5%, * a 1%

¹⁶ A variável D1 pretende captar os estados do mercado e assume o valor 1 para as semanas em que o diferencial entre o valor absoluto do retorno e o retorno absoluto médio é superior ao desvio-padrão do retorno absoluto médio.

¹⁷ A variável D2 assume o valor 1 para as observações a partir de 2008.

A presente análise permite concluir que, à semelhança do que ocorreu em estudos anteriores realizados em mercados de capitais distintos do nacional, no mercado português o volume de pesquisas no Google usando o termo de pesquisa “PSI20” pode ser usado como um indicador da atenção do investidor no mercado bolsista nacional.

Referências

Aouadi, A., Aroudi, M. e Teulon, F. (2013). *Investor Attention and Stock Market Activity: Evidence from France. Economic Modeling*, 35, 674-681

Bank, M., Larch, M. e Peter, G. (2011). *Google Search Volume and Its Influence on Liquidity and Returns of German Stocks. Financial Markets and Portfolio Management*, 25 (3), 239-264.

Da, Z., Engelberg, J. e Gao, P. (2011). *In Search of Attention. Journal of Finance*, 5, 1461-1499.

Drake, M. S., Darren, R. T. e Thornock, J. R. (2012). *Investor Information Demand: Evidence From Google Searches Around Earnings Announcements. Journal of Accounting Research*, 50 (4), 1001-1040.

Dzielinski, M. (2012). *Measuring Economic Uncertainty and Its Impact on the Stock Market. Finance Research Letters*, 9, 167-175.

Latoeiro, P. e Ramos, S. (2013). *O Google como Barómetro da Atenção do Investidor. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 46, 9-36.

Vlastakis, N. e Markellos, R. N. (2012). *Information Search and Stock Market Volatility. Journal of Banking and Finance*, 36, 1808-1821.

Zhang, W., Shen, D., Zhang, Y. e Xiong, X. (2013). *Open Source Information, Investor Attention and Asset Pricing. Economic Modelling*, 33, 613-619.

A par dos indicadores de desempenho, indicadores de liquidez também permitem avaliar o sentimento de mercado e a evolução da aversão ao risco dos investidores. O *bid-ask spread* é calculado a partir da diferença percentual entre os preços das melhores ofertas de venda e de compra de um título e representa um custo de transação para os investidores em geral e uma remuneração para os agentes que providenciam liquidez para os mercados. Os últimos três anos registaram os *bid-ask spread* médios dos títulos que integram o índice PSI20 mais elevados desde 2006, num sinal de diminuição de liquidez do mercado acionista em Portugal. Em 2013 este indicador conheceu uma redução, que foi particularmente acentuada em algumas empresas. A heterogeneidade das empresas que compõem o índice PSI20 também aumentou, o que se reflete no coeficiente de variação que atingiu o valor mais

elevado dos últimos oito anos.

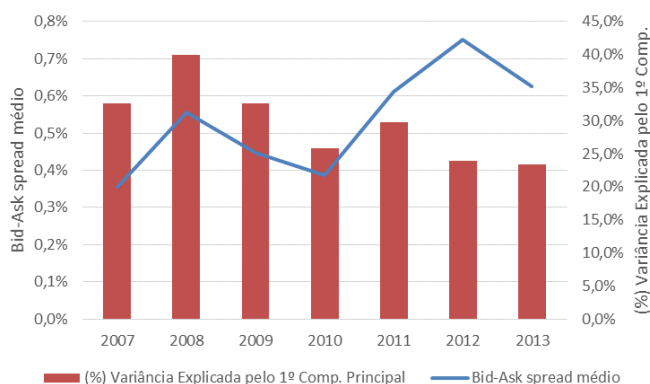
Quadro 9 – Spread Bid-Ask Relativo (Médio) dos Títulos do PSI20

Ano	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Coef. Variação	Máximo	Mínimo
2006	0,47%	0,69%	0,35%	149,0%	13,99%	0,04%
2007	0,36%	0,25%	0,31%	69,8%	3,82%	0,04%
2008	0,56%	0,69%	0,37%	124,4%	10,53%	0,01%
2009	0,45%	0,61%	0,28%	136,4%	12,37%	0,01%
2010	0,39%	0,57%	0,23%	146,1%	11,41%	0,01%
2011	0,61%	1,00%	0,33%	163,2%	17,74%	0,01%
2012	0,75%	1,34%	0,42%	177,9%	22,22%	0,02%
2013	0,63%	1,17%	0,34%	187,1%	12,31%	0,01%

Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Uma componente da variação do *bid-ask spread* é explicada por fatores específicos ao título e outra resulta de fatores sistemáticos que afetam todos os títulos. Em períodos de crise, a variação explicada por esta segunda componente é usualmente superior. O método dos componentes principais permite separar esses dois fatores ao extrair o co-movimento (*comunalidades*) da variação do *bid-ask spread* dos diversos títulos da componente idiossincrática. Da análise do Gráfico 47 conclui-se que a importância dos fatores sistemáticos diminuiu ligeiramente em 2013 porquanto a variância explicada por essa componente também decresceu. Tal significa que os custos de transação estiveram mais associados a fatores de natureza individual relacionados com os próprios títulos.

Gráfico 46 – Bid-Ask Spread dos Títulos que Integram o PSI20 e Valor da Primeira Componente Principal (Valores Normalizados)

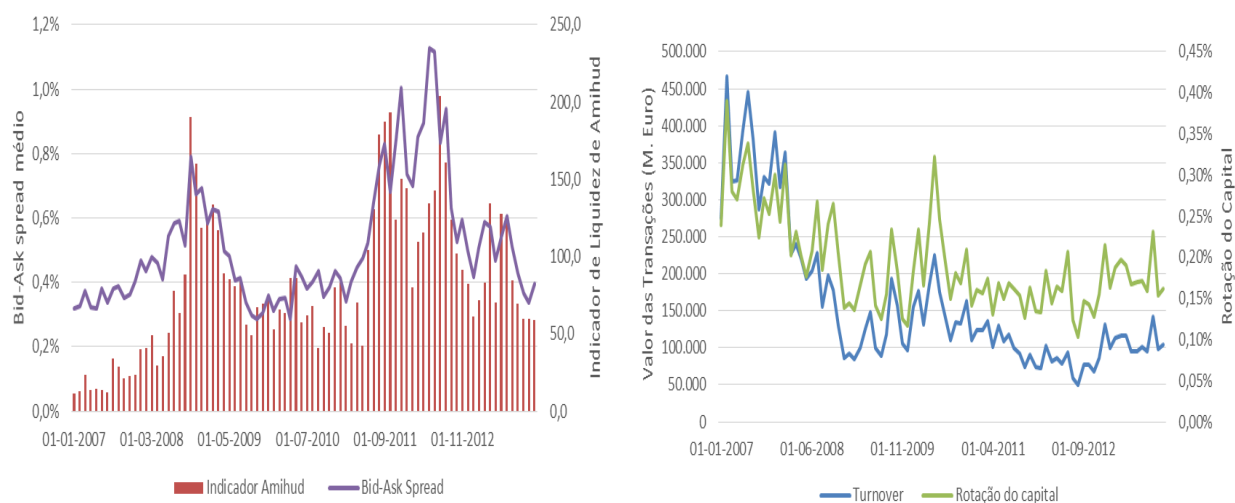


Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Outros indicadores ilustram igualmente a melhoria recente da liquidez do mercado português: não só o indicador de Amihud exhibe uma redução sustentada de valor, como também a rotação do capital e o valor de transações têm aumentado apesar de ainda se encontrarem a níveis inferiores aos verificados antes do início da crise financeira iniciada em 2007. Finalmente, calcula-se um indicador compósito de liquidez para as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado construído a partir de um conjunto de nove indicadores (*bid-ask spread*, iliquidez de Amihud, valor transacionado, *turnover ratio* médio, *effective bid-ask spread*, indicador de Roll, indicador Lhh, *market error-correction coefficient* e *indicador Zero's*). Para o efeito, usa-se o método de componentes principais para extrair o co-movimento dos diferentes indicadores ao longo do tempo e obter os pesos de cada indicador na formação do indicador compósito. Este indicador compósito de liquidez aponta no sentido de uma melhoria progressiva da liquidez no mercado acionista em Portugal (e noutros mercados europeus)¹⁸, muito embora se conclua que em 2013 a liquidez é ainda inferior à média verificada desde o início do milénio.

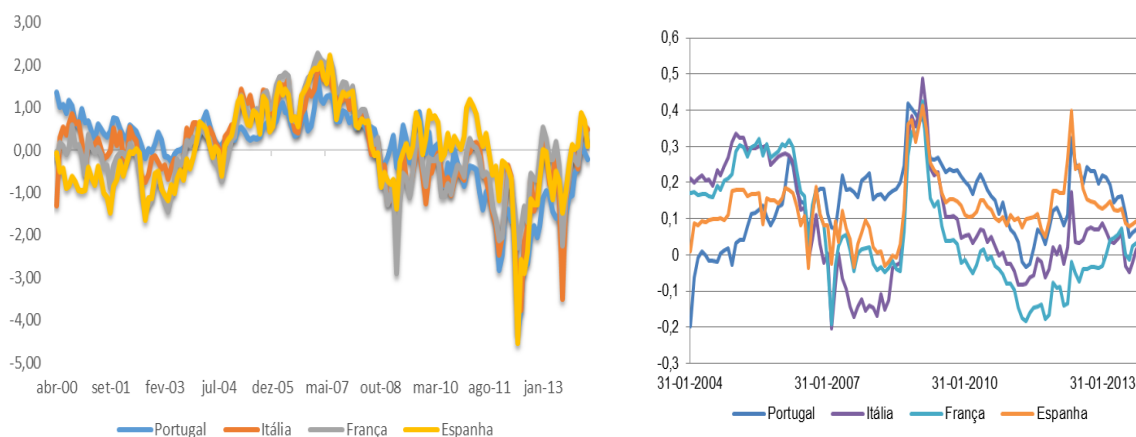
¹⁸ Um valor superior a zero para o indicador compósito significa liquidez acima da média para o período analisado.

Gráfico 47 – Bid-Ask Spread, Indicador de Amihud, Rotação do Capital e Valor das Transações (Turnover)



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Gráfico 48 – Indicador Compósito de Liquidez (Esquerda) e sua Correlação Com os Retornos Mensais dos Índices Acionistas (Direita)



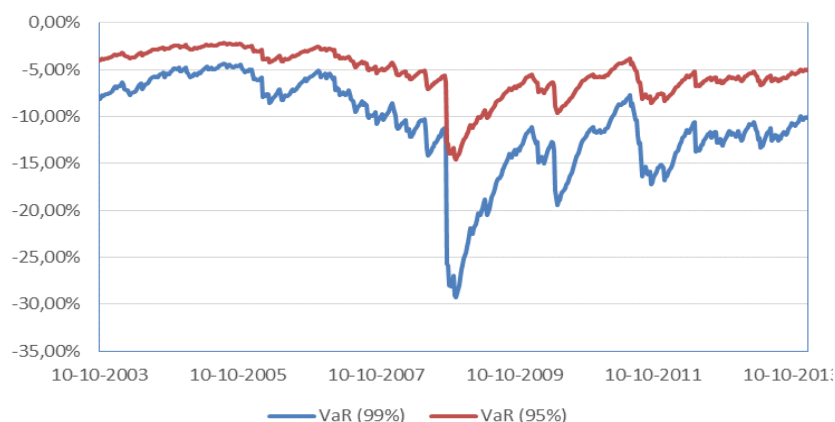
Fonte: Bloomberg; Cálculos CMVM.

A liquidez parece não estar fortemente associada ao desempenho dos mercados, havendo mesmo

períodos em que essa associação é negativa. Para os quatro países analisados, a evolução da correlação entre o indicador compósito de liquidez e o retorno do índice acionista de referência é muito semelhante. O valor mais elevado foi atingido no último trimestre de 2009 quando as várias bolsas conheceram fortes desvalorizações, o que indicia maior associação entre liquidez e desempenho acionista em períodos de quedas acentuadas de cotações e, consequentemente, maior efeito de contágio entre mercados nessas situações.

O *Value-at-Risk* (VaR) do PSI20 TR a 10 dias e 99% de confiança conheceu o seu valor máximo (em termos absolutos) em outubro de 2008 após a falência da Lehman Brothers. Desde esse período, tem-se assistido a uma reversão das perdas potenciais máximas, pese embora tenham ocorrido outras situações em que o VaR se agravou de modo expressivo (como é o caso de maio de 2010 aquando do pedido de auxílio do governo da Grécia ao FMI). Durante 2013 assistiu-se a uma redução deste indicador de risco, justificada pela redução do risco dos mercados europeus e mundiais e pela diminuição da incerteza na economia portuguesa. Sem prejuízo disso, o nível de incerteza atual ainda é superior ao existente no período anterior ao da crise do *subprime*.

Gráfico 49 – Value-at-Risk do PSI20 TR a 10 Dias

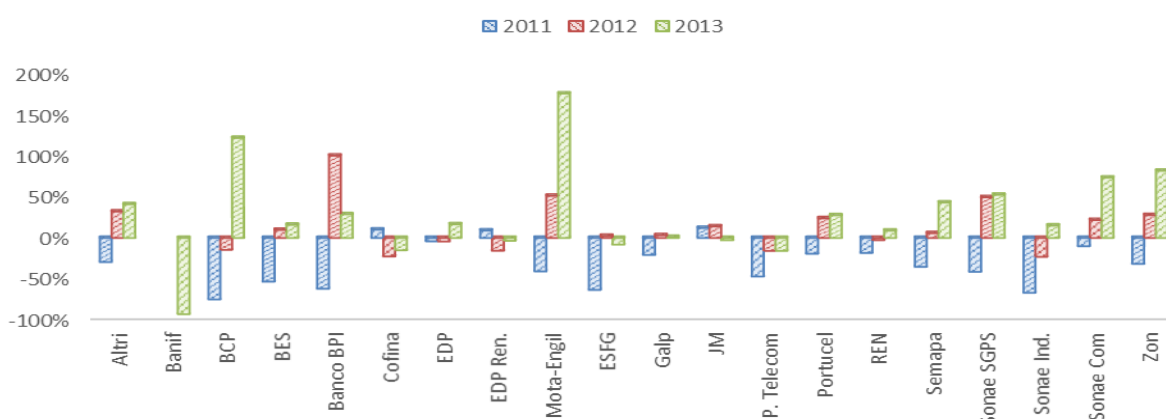


Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM (método de simulação semi-paramétrico de Hull e White).

Treze das empresas que integram o índice PSI20 conheceram rentabilidades positivas em 2013. As ações da Mota-Engil e as do BCP tiveram as maiores valorizações e as do Banif tiveram a maior diminuição de cotação. Neste último caso, a queda da cotação estará certamente relacionada com os aumentos de capital a que a instituição procedeu durante o ano no âmbito do respetivo processo de

recapitalização e as razões que a eles subjazem. Os setores da banca e da construção beneficiaram mais da recuperação bolsista, o que é parcialmente explicado pelo facto de serem setores com grande dependência do mercado interno e da situação económica em Portugal.

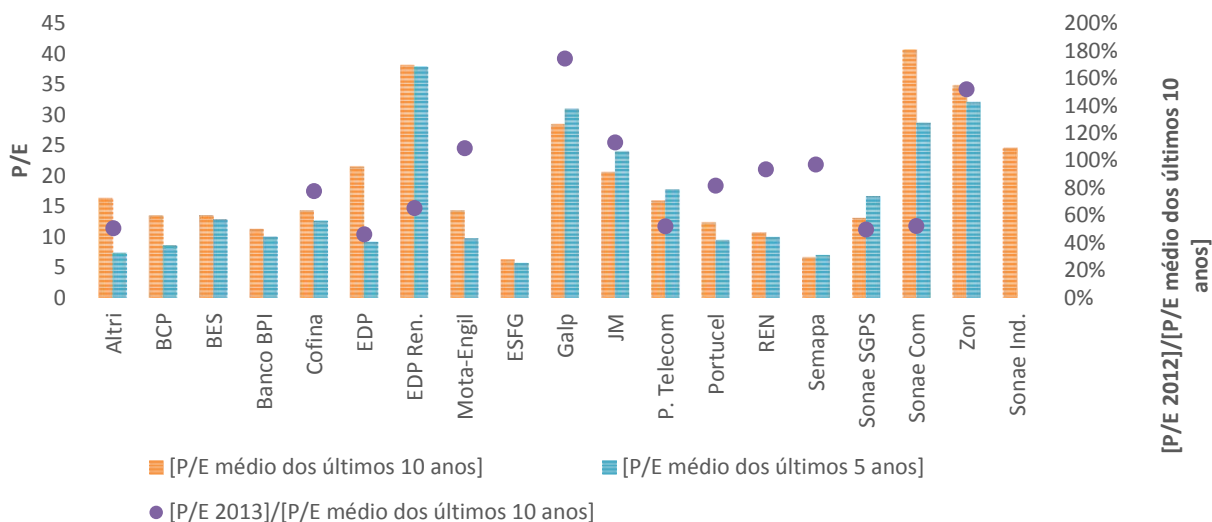
Gráfico 50 - Variação Anual das Cotações de Empresas do PSI20



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

Entre as empresas do PSI20, a EDP Renováveis e a Zon apresentaram os PER mais elevados. Sem prejuízo da apreciação bolsista, a maioria das empresas do PSI20 exibiu PER inferior à média histórica: somente cinco apresentam PER superior à média dos últimos dez anos: Galp Energia, Jerónimo Martins, P. Telecom, Semapa e Sonae SGPS. Por outro lado, outras empresas (Altri e EDP) registam PER inferiores em 50% à média histórica.

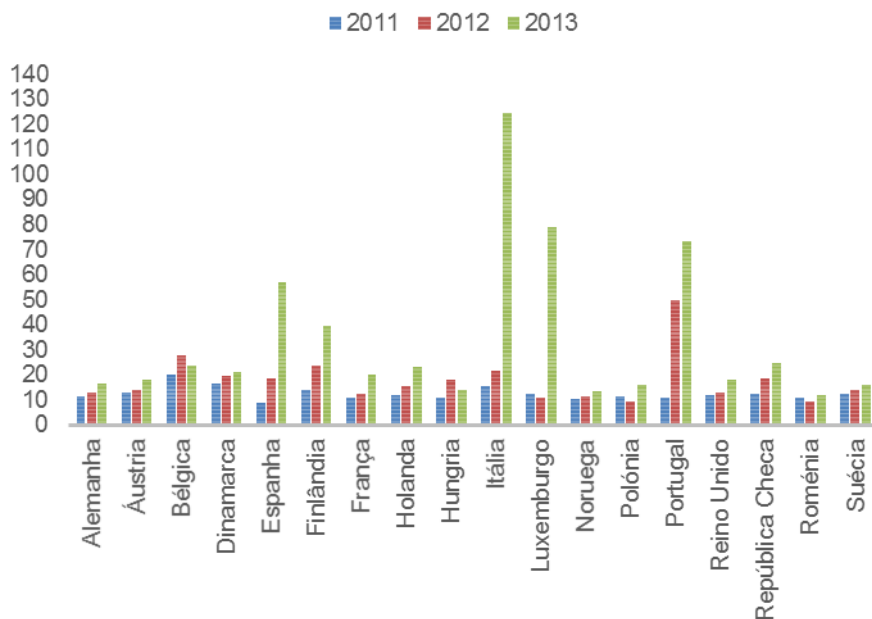
Gráfico 51 - PER de Empresas do PSI20



Obs: (a) PER dos últimos 10 anos; (b) PER (Média móvel a 5 anos). O Banif não está incluído pois apresenta *earnings* negativos.

Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

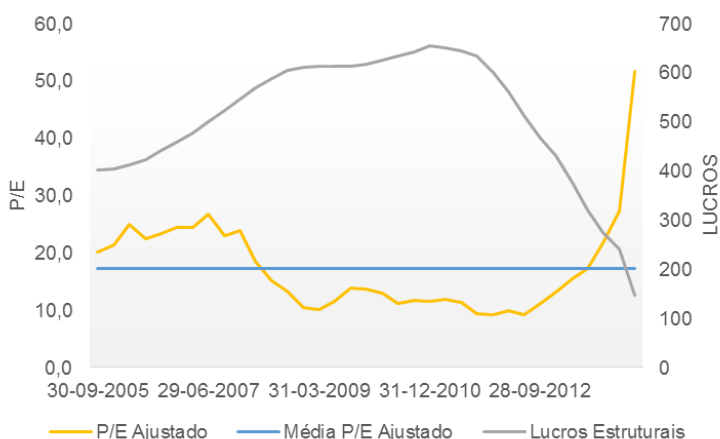
Gráfico 52 – PER de Alguns Mercados Europeus



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM.

O índice PSI20 apresentou em 2013 um dos mais elevados PER entre os principais índices bolsistas de países europeus, apenas superado pelos índices do Luxemburgo, Itália e Grécia. A contração da atividade económica afeta negativamente o denominador do PER (lucros), o que contribui para o aumento do PER mesmo quando acontecem desvalorizações bolsistas significativas. Em Portugal, o setor bancário - que tem um elevado peso no PSI20 - continuou a apresentar prejuízos em 2013, o que concorre para o aumento do indicador. Usando uma média móvel a cinco anos para o cômputo dos lucros estruturais identifica-se uma clara tendência decrescente dos lucros a partir de 2011. Concomitantemente, o CAPE (isto é, o PER ajustado) aumenta expressivamente a partir desse período em resultado do declínio significativo dos lucros do índice PSI20 nos últimos dois anos e do aumento dos preços das ações que compõem o índice.

**Gráfico 53 - Evolução do CAPE e dos Lucros Estruturais do PSI20
(Média Móvel a Cinco Anos)**

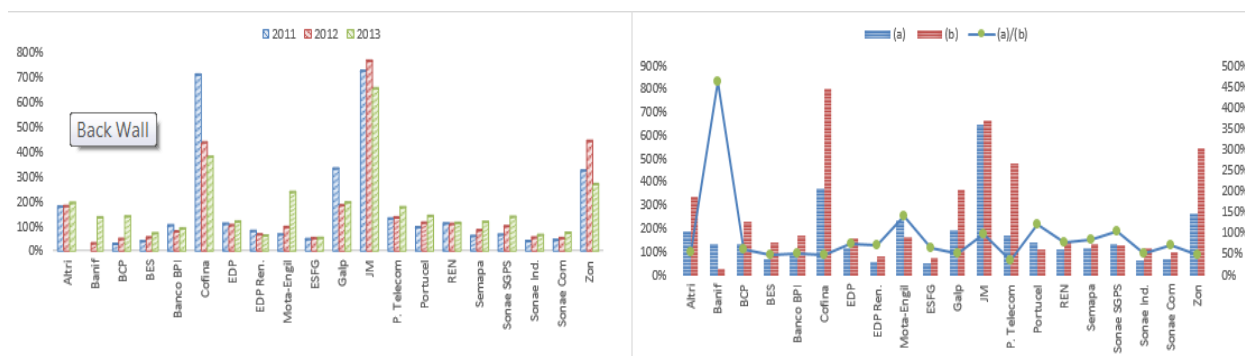


Fonte: Bloomberg; Cálculos CMVM. Para mais informação sobre a metodologia de cálculo usada para obter este indicador, ver Relatório Anual Sobre a Atividade da CMVM e Sobre os Mercados de Valores Mobiliários 2012 – Caixa 3 (pag. 87-91).

Das empresas que integram o PSI20 em 2013, somente BES, Banco BPI, EDP Renováveis, ESFG e Sonae Indústria apresentaram as respetivas ações valorizadas no mercado abaixo do valor contabilístico dos capitais próprios, o que contrasta com o sucedido no ano anterior em que dez empresas estavam nessa situação. O crescimento deste indicador foi superior na Mota-Engil e no Banif. Banif, Mota-Engil, Portucel e Sonae SGPS são as únicas empresas em que o PBR de 2013

supera a média histórica dos últimos dez anos - ver Gráfico 53.

Gráfico 54 - PBR de Empresas do PSI20



Fonte: Bloomberg, cálculos CMVM; (a) PBR em 2013; (b) PBR médio dos últimos dez anos excluindo 2013.

2.1.2. Rentabilidade e Atratividade do Mercado de Valores Mobiliários

Após um período de retração, que se seguiu à crise financeira iniciada no segundo semestre de 2007, o mercado acionista nacional registou, pelo segundo ano consecutivo, uma rentabilidade positiva. Não obstante, nos últimos 10 anos a taxa de rentabilidade do índice PSI20 foi negativa em virtude do fraco desempenho do mercado acionista em 2008, 2010 e 2011. Se o desempenho do mercado for aferido através de outros índices de referência para o mercado português, o índice PSI20 TR (índice de rentabilidade total, que incorpora os dividendos pagos) ou o índice PSI Geral, a respetiva rentabilidade média anual foi positiva na última década, mesmo após ser expurgado o efeito do crescimento geral dos preços. As taxas de rentabilidade médias anuais destes dois índices superaram nos últimos 10 anos a remuneração de remunerações alternativas de menor risco, como os certificados de aforro.

Do conjunto de instrumentos financeiros apresentados no quadro que se segue, as aplicações do mercado acionista foram o investimento mais compensador no último ano. Numa perspetiva de longo prazo, as obrigações do tesouro (com maturidade residual a 10 anos) teriam constituído a alternativa de investimento mais compensadora.

Quadro 10 - Rentabilidade e Risco dos Diversos Tipos de Instrumentos Financeiros

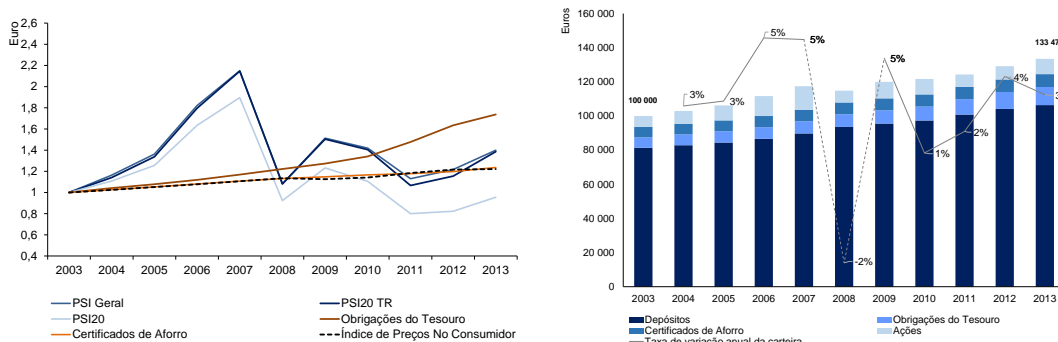
	2013	Dez-2003-Dez-2013	
	Taxa de Rentabilidade	Taxa de Rentabilidade Média Anual	Desvio Padrão
PSI Geral	15,6%	3,4%	25,2%
PSI20 TR (<i>total return</i>)	20,2%	3,3%	25,9%
PSI20	16,0%	-0,5%	25,2%
Obrigações do Tesouro	6,3%	5,7%	2,5%
Certificados de Aforro	3,2%	2,1%	0,7%
Índice de Preços no Consumidor	0,4%	2,0%	1,3%

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

Por cada Euro aplicado em obrigações do Tesouro no final de 2003, um investidor teria obtido uma rentabilidade acumulada de 73,7 cêntimos se tivesse mantido o investimento por um período de 10 anos¹⁹, correspondendo a uma rentabilidade real (expurgando o efeito do crescimento generalizado dos preços) de 42,2 cêntimos. Se, em alternativa, o mesmo investidor tivesse efetuado uma aplicação numa carteira que replicasse o PSI20 TR ou o PSI Geral, a rentabilidade obtida no mesmo período seria de 38,6 cêntimos ou de 40 cêntimos, respetivamente (o que corresponde a uma rentabilidade real de 13,4 e 14,6 cêntimos, respetivamente). Por outro lado, um investimento de um Euro em certificados de aforro teria gerado um retorno de 23,6 cêntimos (que corresponde a um poder de compra real de 1,2 cêntimos).

¹⁹ Os impostos e outros encargos não estão considerados nesta análise.

Gráfico 55 - Remuneração Acumulada de Diversas Aplicações Financeiras



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

Um investidor que tivesse aplicado o montante de €100.000 no final de 2003 em depósitos a prazo, certificados de aforro, títulos do Tesouro e ações, numa carteira correspondente à estrutura dos patrimónios financeiros (ativos) do segmento de particulares²⁰ no ano de 2003, obteria no final de 2013 o montante de €133.471, o que corresponde a uma taxa média de rentabilidade anual de 2,9%. Após 10 anos, a carteira, com uma estrutura inicial repartida por depósitos a prazo (81,4%), obrigações do Tesouro (6,1%), certificados de aforro (6,1%) e ações (6,4%), observaria um aumento relativo das componentes de obrigações do Tesouro (7,9%) e de ações (6,7%) e uma redução relativa dos depósitos a prazo (79,7%) e dos certificados de aforro (5,6%).

Foram menos duas as sociedades que distribuíram dividendos referentes ao exercício de 2013 face às que o fizeram em relação ao de 2012. Ainda assim, algumas empresas optaram por reforçar os capitais próprios ao invés de distribuir os resultados pelos acionistas, enquanto outras apresentaram resultados negativos. Os dividendos distribuídos caíram €451 milhões, redução que foi mais notória entre as empresas não financeiras que integram o índice PSI20. Contrariamente ao sucedido no ano anterior em que tinham aumentado os dividendos distribuídos, também as empresas que não integram o PSI20 diminuíram os dividendos distribuídos, embora a queda não tenha sido tão pronunciada quanto a verificada nas demais empresas. As empresas do setor financeiro voltaram a não distribuir resultados.

²⁰ Tendo por base os valores dos patrimónios das Contas Nacionais Financeiras para o segmento de particulares divulgados pelo Banco de Portugal, considera-se uma carteira formada por 'Depósitos transferíveis e outros depósitos', títulos exceto ações, de longo prazo (constituída por igual parcela de certificados de aforro e bilhetes do Tesouro) e por ações cotadas.

O valor do *dividend yield* variou entre 0,1% e 8,5%, para um valor médio de 3,5%.

Em 2013, 28 empresas da Euronext Lisbon, das quais 15 pertencentes ao índice PSI20, registaram resultados líquidos positivos. Em termos globais, os resultados das empresas caíram novamente. Esta redução dos resultados foi mais expressiva entre as empresas do PSI 20 e as financeiras, uma vez que as não financeiras conheceram um aumento de lucros superior a €846 milhões. Nas empresas financeiras os resultados líquidos foram mais negativos do que no ano anterior.

Quadro 11 - Rentabilidade do Capital Acionista, Distribuição e Retenção de Dividendos

	2013	%	2012	%	Δ(%)
N.º de Empresas que Distribuíram Dividendos	21	45,7%	23	48,9%	-8,7%
N.º de Empresas que não Distribuíram Dividendos	25	54,3%	24	51,1%	4,2%
Montante de Dividendos Distribuídos					
Empresas Integrantes do PSI 20	1528	96,6%	1 967	96,8%	-22,3%
Empresas Não Integrantes do PSI 20	53	3,4%	65	3,2%	-17,8%
Empresas Não Financeiras	1581	100,0%	2 032	100,0%	-22,2%
Empresas Financeiras	0	0,0%	0	0,0%	-
TOTAL	1581	100%	2 032	100%	-22%
Montante Total de Lucros Obtidos					
Empresas Integrantes do PSI 20	990	223,2%	1411	143,0%	-29,8%
Empresas Não Integrantes do PSI 20	-547	-123,2%	-424	-43,0%	
Empresas Não Financeiras	2969	669,1%	2123	215,2%	39,8%
Empresas Financeiras	-2525	-569,1%	-1137	-115,2%	
TOTAL	444	100%	987	100%	-55%
<i>Payout Ratio</i> (todas as empresas)					
Empresas Integrantes do PSI 20	154,3%		139,4%		
Empresas Não Integrantes do PSI 20	-		-		
Empresas Não Financeiras	53,3%		95,7%		
Empresas Financeiras	0,0%		0,0%		
TOTAL	356,4%		205,9%		
<i>Payout Ratio</i> (Empresas com resultados líquidos positivos)					
Empresas Integrantes do PSI 20	56,6%		62,3%		
Empresas Não Integrantes do PSI 20	34,1%		17,2%		
Empresas Não Financeiras	55,6%		70,6%		
Empresas Financeiras	0,0%		0,0%		
TOTAL	55,6%		57,5%		
<i>Dividend Yield</i>					
Empresas Integrantes do PSI 20	2,5%		4,2%		
Empresas Não Integrantes do PSI 20	1,1%		2,7%		
Empresas Não Financeiras	3,0%		4,8%		
Empresas Financeiras	0,0%		0,0%		
TOTAL	1,2%		4,1%		
Dividendo Distribuídos em Percentagem do Capital Próprio do Ano Anterior					
Empresas Integrantes do PSI 20	3,0%		3,5%		
Empresas Não Integrantes do PSI 20	-18,1%		-9,7%		
Empresas Não Financeiras	23,1%		6,4%		
Empresas Financeiras	-10,8%		-9,5%		
TOTAL	0,6%		2,2%		

Fonte: Reuters Knowledge; Relatórios e Contas das Sociedades Cotadas, cálculos CMVM

O *payout ratio*, definido como o rácio entre os dividendos pagos e os lucros por ação, foi elevado. As empresas financeiras, em particular as que integram o PSI20, registaram, em termos agregados, prejuízos e não distribuíram dividendos. Ao consolidar os resultados para as empresas do PSI20, os lucros das empresas não financeiras são absorvidos pelos maus resultados das empresas financeiras, pelo que o denominador (lucros) é reduzido e o valor do rácio inflacionado. Considerando apenas as empresas que apresentaram resultados líquidos positivos, o *payout ratio* caiu nas empresas que integram o índice PSI20 e nas não financeiras, mas aumentou nas de menor dimensão e liquidez.

O *dividend yield* caiu em todos os tipos de empresas, com exceção das financeiras onde foi nulo. Pese embora ter aumentado nas empresas não financeiras, o retorno do capital próprio registou uma redução de 1,7 p.p., o que revela as dificuldades que as empresas estão a atravessar. À semelhança do que ocorreu em 2012, o retorno do capital próprio foi negativo para as empresas que não integram o PSI20 e para as financeiras.

Os dividendos distribuídos em percentagem dos capitais próprios do final do ano anterior também sofreram uma redução nas empresas da NYSE Euronext Lisbon. Esta redução ocorreu tanto nas empresas que integram o PSI20 como nas de menor dimensão e liquidez.

2.1.3. Evolução da Importância Relativa do Mercado de Valores Mobiliários

Os diversos agentes económicos alteram as suas preferências pelos instrumentos em que aplicam poupanças ao longo do tempo. Estas variações refletem, nomeadamente, alterações nas perspetivas e nas expectativas de evolução do cenário macroeconómico dos diferentes decisores. O quadro seguinte, construído com base nas Contas Nacionais Financeiras²¹, mostra a variação das aplicações financeiras por tipo de instrumento financeiro²², para o total da economia portuguesa e para o segmento 'particulares'. Esta análise é efetuada com base nas contas patrimoniais, em que se registam os valores do *stock* de ativos e passivos detidos por cada setor institucional num dado momento. As variações dos valores dos *stocks* entre dois momentos refletem, além das transações financeiras que ocorrem nesse período, as outras variações

²¹ As contas financeiras, produzidas segundo princípios metodológicos constantes do SEC 95, são uma representação da informação estatística relativa às transações e patrimónios financeiros da economia.

²² As variações de ativos correspondem às aquisições líquidas de ativos financeiros, e são iguais ao somatório das transações que alteram os ativos financeiros detidos pelos setores institucionais num dado período, registando os fluxos (aos preços verificados no momento em que são efetuados) quando o valor económico ou os direitos e obrigações são criados. São apresentados sob a forma consolidada, pelo que eliminam as operações entre entidades do mesmo setor institucional.

em volume e os ganhos ou perdas de detenção.

**Quadro 12 - Variação dos Ativos por Tipo de Instrumento Financeiro
(Total da Economia e de Particulares)**

Unidade: 10⁶ Euros

	Total da Economia			Particulares		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
TOTAL	-17 905	-28 011	-23 371	2 290	4 681	4 497
Ouro Monetário e Direitos de Saque Especial	-46	1	-1	0	0	0
Numerário e depósitos	6 557	-5 914	856	8 344	-3 923	3 376
Títulos excepto ações	-19 072	1 995	-6 936	-97	5 616	-2 528
Títulos excepto ações excluindo derivados financeiros	-18 944	1 964	-7 843	-97	5 616	-2 528
Derivados financeiros	-128	32	907	0	0	0
Empréstimos	-547	-15 606	-15 520	199	1 839	1 338
Ações e outras participações	-1 657	1 257	-2 506	-2 815	2 068	-1 119
Ações e outras participações excluindo fundos de investimento	2 601	1 550	-4 857	783	2 179	-1 417
Unidades de participação em fundos de investimento	-4 259	-293	2 351	-3 599	-112	298
Reservas técnicas de seguros	-5 884	-2 862	-54	-5 962	-2 778	41
Outros débitos e créditos	2 744	-6 883	790	2 621	1 859	3 389

Fonte: Banco de Portugal (Contas Nacionais Financeiras).

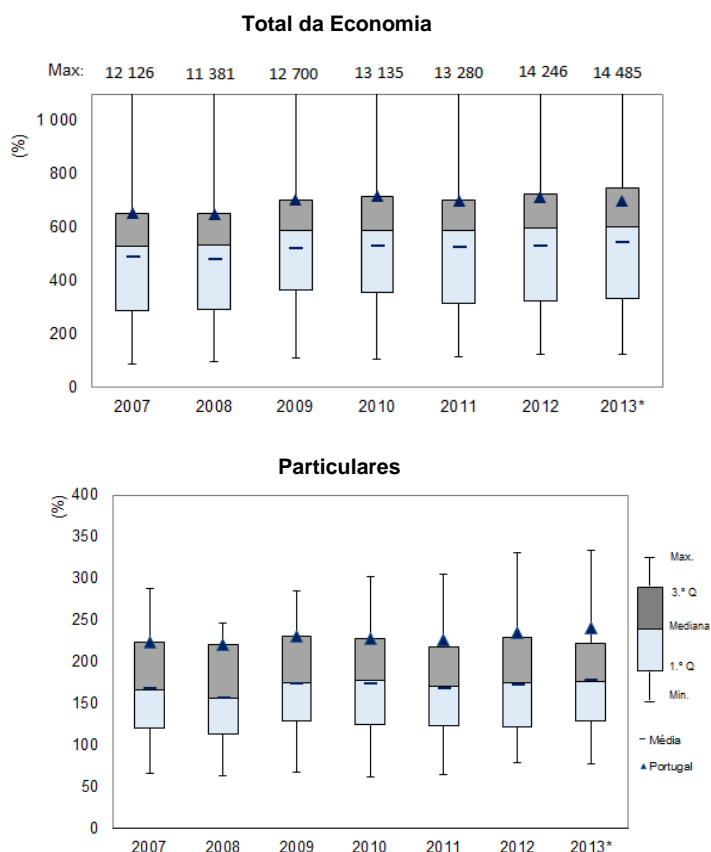
Pelo terceiro ano consecutivo assistiu-se à variação negativa dos *stocks* de ativos financeiros. A redução observada, de aproximadamente €23,4 mil milhões, resultou essencialmente da contração nos montantes aplicados em títulos de curto prazo, em ações e outras participações (excluindo unidades de participação em fundos de investimento) e em empréstimos de curto e de longo prazo. Os montantes aplicados em títulos de longo prazo (onde se destacam as obrigações e ainda que não compensando totalmente a contração registada nos títulos de curto prazo), em derivados financeiros e em fundos de investimento, bem como as aplicações em numerário e depósitos, receberam a preferência dos diversos setores institucionais da economia. A rubrica de outros débitos e créditos que agrupa, nomeadamente, as componentes de créditos comerciais e adiantamentos e outras contas a receber e a pagar, registou uma variação positiva. .

No segmento de particulares observaram-se aquisições líquidas de ativos financeiros de cerca de €4,5 mil milhões, em consonância com o aumento da taxa de poupança dos particulares (em percentagem do rendimento disponível) para os 12,6%.²³ O aumento das aquisições líquidas de ativos financeiros foi inferior ao verificado em 2012, assistindo-se também a alterações significativas entre os vários tipos

²³ Fonte: Banco de Portugal.

de ativos detidos por particulares. Assim, os montantes detidos em numerário e depósitos, em unidades de participação em fundos de investimento e em reservas técnicas de seguros (onde se incluem os seguros de vida e os fundos de pensões) cresceram em 2013 após terem diminuído no ano anterior, enquanto o oposto se verificou nos títulos (com exceção dos derivados financeiros e dos fundos de investimento). Adicionalmente, observou-se uma variação positiva expressiva da rubrica “outros débitos e créditos das famílias”, empresários em nome individual e organizações não-governamentais (que integram o segmento dos particulares). Estas expressivas alterações sinalizam mudanças nas estratégias de aplicação de poupança dos particulares e ainda o rebalanceamento das suas carteiras em função das condições e do sentimento do mercado.

Gráfico 56 – Peso dos Ativos Financeiros em percentagem do PIB na Zona Euro



Notas: (1) * Valores previsionais;

- (2) O gráfico do lado esquerdo não apresenta os valores para dois *outliers* extremos, o Luxemburgo e a Irlanda
 (3) O valor médio apresentado no gráfico do lado esquerdo exclui os valores dos dois *outliers* extremos.

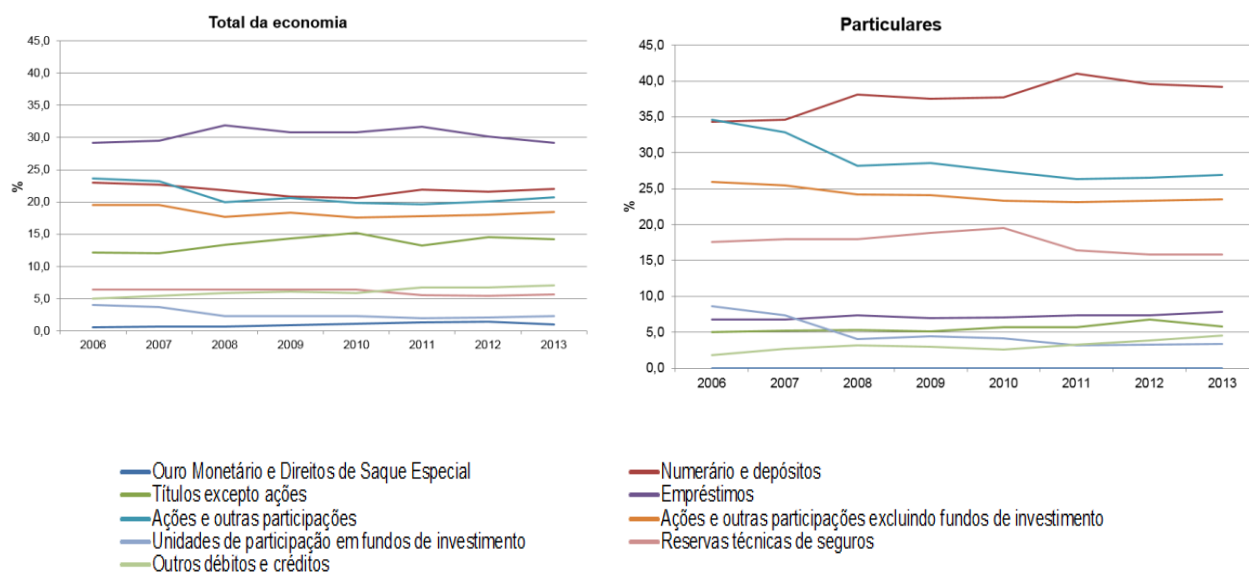
Fonte: Eurostat (Contas Nacionais Financeiras), cálculos CMVM.

O peso dos ativos financeiros totais ²⁴ na economia portuguesa representou, no ano de 2013, 699.6% do PIB nacional (715,9% em 2012). As componentes de títulos exceto ações e ações e outras participações representaram 244,6% do PIB e, se for adicionada a componente de reservas técnicas e seguros, esse peso aumenta para 284,5%. Não obstante ter-se registado uma diminuição face ao ano anterior, o peso dos ativos financeiros no PIB para o total da economia continuou a situar-se acima do valor médio da Zona Euro. No Luxemburgo, na Irlanda, na Holanda, na Finlândia e na Alemanha o peso do *stock* de ativos financeiros no PIB é superior ao verificado em Portugal. A Itália e a Grécia são os países da Zona Euro em que os ativos financeiros representam o menor peso no PIB. No segmento de particulares, o peso dos ativos financeiros detidos no PIB português também foi superior ao da média da Zona Euro, situando-se entre o terceiro e o quarto quartis, o que significa que são em número reduzido os países em que esse peso é superior ao verificado em Portugal (apenas Bélgica, Malta e Holanda).

No que respeita à estrutura do *stock* de ativos financeiros para o total da economia portuguesa, observou-se um aumento do peso das rubricas numerário e depósitos, ações e outras participações e reservas técnicas de seguros e uma redução das aplicações em títulos (exceto ações) e da rubrica de empréstimos.

²⁴ Na presente análise são considerados todos os ativos financeiros que integram as contas nacionais financeiras, a referir: ouro monetário e direitos de saque especial, numerário e depósitos, títulos exceto ações, empréstimos, ações e outras participações, reservas técnicas e seguros e outros débitos e créditos.

Gráfico 57 – Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Ativos Financeiros Detidos - Portugal

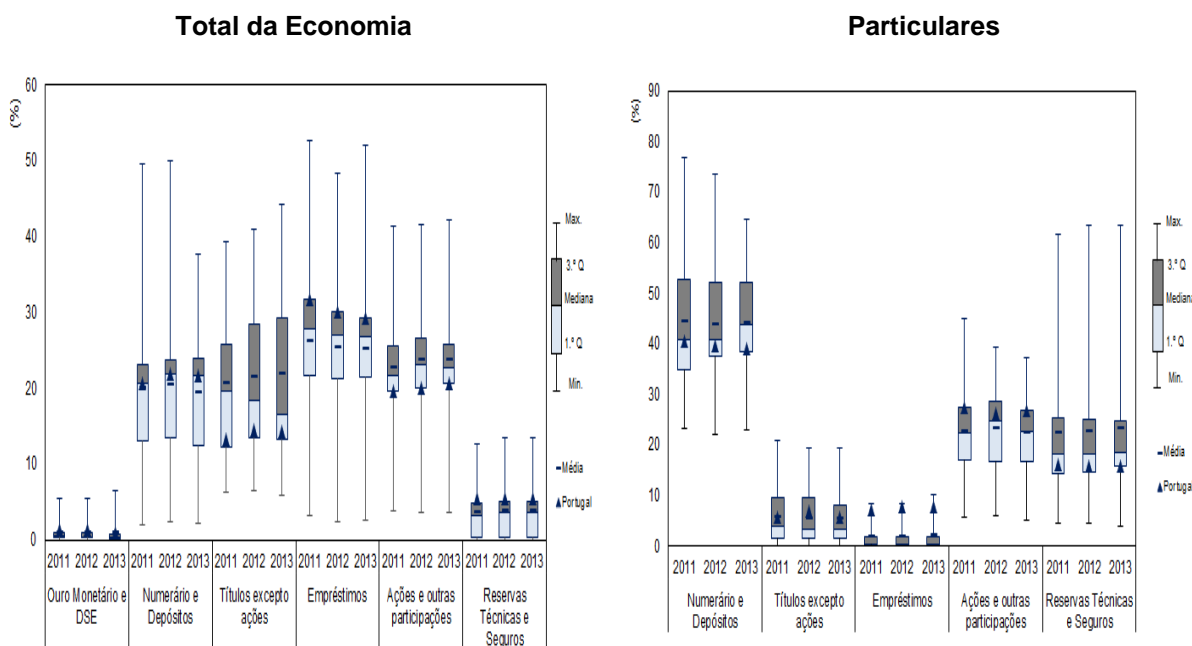


Fonte: Banco de Portugal (Contas Nacionais Financeiras), cálculos CMVM.

No que concerne às aplicações em ações e outras participações, as ações cotadas, que representavam 20% dos valores desta rubrica em 2007, passaram a representar apenas 11% no último ano. O peso das unidades de participação em fundos de investimento caiu de 16% (2007) para 11% (2013). Num e noutro caso diminuiu a importância do mercado de valores mobiliários enquanto destino das aplicações dos agentes económicos em Portugal. Por outro lado, o peso das ações não cotadas aumentou de 37% para 43% no mesmo período.

No segmento de particulares, as aplicações em numerário e depósitos têm tradicionalmente o maior peso no PIB, seguindo-se as ações e outras participações (excluindo os fundos de investimento) e as reservas técnicas de seguros. Na rubrica de ações e outras participações, enquanto o peso das ações cotadas registou uma variação negativa entre 2007 e 2013 (de 11% para 6%), o peso das ações cotadas aumentou (de 35% para 41%). O peso das aplicações em unidades de participação em fundos de investimento caiu nove pontos percentuais no mesmo período, uma quebra superior à verificada para o total da economia.

Gráfico 58 – Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Ativos Financeiros Detidos - Zona Euro

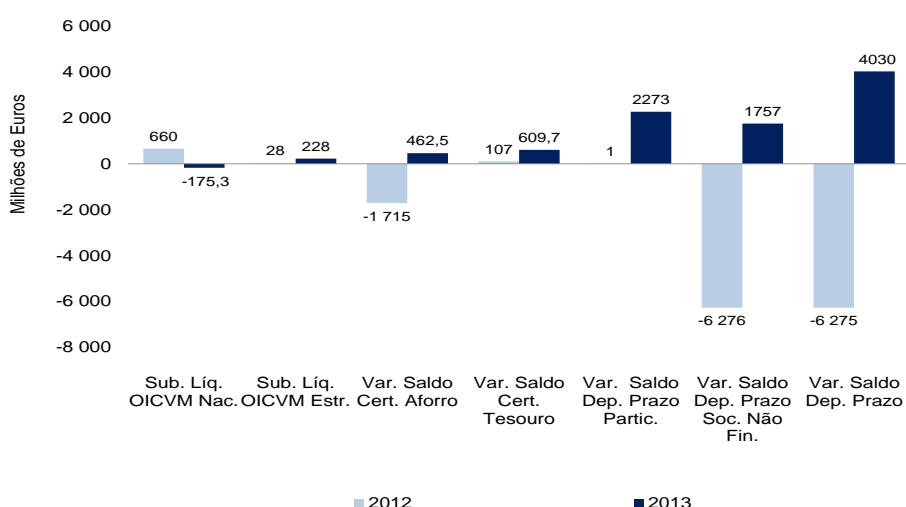


Fonte: Eurostat (Contas Nacionais Financeiras), cálculos CMVM.

A comparação da estrutura dos patrimónios financeiros na Zona Euro para o total da economia revela que Portugal tem um peso superior à média nas rubricas ouro monetário e direitos de saque especiais, numerário e depósitos, empréstimos e reservas técnicas e seguros, e inferior nas rubricas títulos exceto ações e ações e outras participações. No segmento de particulares, o peso das aplicações na rubrica empréstimos é dos mais elevados da Zona Euro, com os empréstimos de longo prazo a corresponder a aproximadamente 98% do valor nesta categoria. Pode, pois, concluir-se que no total da economia o mercado de valores mobiliários assume em Portugal uma menor expressão do que nas demais economias da Zona Euro, mas tal não é o caso do segmento de particulares. Neste segmento, a percentagem de títulos detidos é comparável à média europeia, algo que não acontece em relação às reservas técnicas e seguros onde diferenças institucionais ao nível dos planos de pensões e da fiscalidade associada aos diferentes produtos nos diversos países poderão explicar a forte heterogeneidade detetada entre países. Todavia, seja no segmento de particulares, seja no total da economia, a percentagem de empréstimos é mais elevada em Portugal do que a média da Zona Euro.

Contrariamente ao verificado no ano anterior, em 2013 ocorreu um aumento do investimento líquido em depósitos a prazo efetuados em Portugal, quer por particulares (+1,7%), quer por sociedades não financeiras (+6,5%) e das aplicações em certificados de aforro (+4,8%) e do Tesouro (+43,1%). O aumento das aplicações em certificados de aforro terá resultado do aumento pelo Governo da remuneração das séries B e C, o que tornou esta aplicação mais atrativa face a outras alternativas de investimento disponíveis no mercado. Adicionalmente, o lançamento de novos produtos inovadores (como os Certificados de Tesouro Poupança Mais – CTPM) tornaram mais competitivo este produto de aforro de dívida pública.

Gráfico 59 - Subscrições Líquidas de OICVM versus Saldos de Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro - Portugal



Fontes: CMVM, IGCP e Banco de Portugal, cálculos CMVM.

Quadro 13 - Peso Relativo do Mercado de Valores Mobiliários Face aos Depósitos a Prazo e Certificados de Aforro

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cap. Bolsista Ações (*)/(Depósitos a Prazo (**) + Certificados de Aforro e do Tesouro)	1,40	0,70	1,05	0,77	0,58	0,69	0,76
OICVM(***)/(Depósitos a Prazo (**) + Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,18	0,09	0,11	0,09	0,06	0,08	0,07
FII (****)/(Depósitos a Prazo (**) + Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08
Gestão Individual/(Depósitos a Prazo (**) + Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,43	0,37	0,41	0,39	0,31	0,34	0,34
Activos sob Gestão (*****)/(Depósitos a Prazo (**) + Certificados de Aforro e do Tesouro)	0,68	0,53	0,59	0,55	0,45	0,49	0,49

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 FIA e OICVM estrangeiros comercializados em Portugal; (****) inclui FII; (*****) OICVM nacionais e estrangeiros comercializados em Portugal, FIA, FII, FII e Gestão Individual.

As subscrições líquidas de fundos de investimento mobiliário estrangeiros comercializados em Portugal cresceram aproximadamente 47%. A redução do valor investido nos fundos de investimento mobiliário deveu-se essencialmente à queda dos valores investidos em fundos de investimento alternativos.

Apesar do crescimento do montante aplicado em depósitos bancários e certificados de aforro e do Tesouro, o aumento mais acentuado da capitalização bolsista originou um aumento da importância relativa do mercado acionista face àquelas aplicações. Não obstante, o peso da capitalização bolsista do mercado principal da Euronext Lisbon face ao conjunto das aplicações financeiras anteriormente mencionadas representava pouco mais de metade do valor observado no final de 2007 em virtude, entre outras razões, das fortes quedas de preços das ações verificadas em três dos últimos dez anos. Todos os demais instrumentos financeiros, com exceção dos fundos de investimento imobiliário, perderam relevância entre 2007 e 2013.

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

2.2.1. O Mercado Nacional

É possível analisar a origem do financiamento da economia portuguesa com base nas Contas Nacionais Financeira na medida em que estas permitem identificar os instrumentos com maior peso na variação dos passivos financeiros.²⁵ O quadro seguinte mostra a variação dos passivos por tipo de instrumento financeiro, para o total da economia portuguesa e para as sociedades não financeiras.

²⁵ As variações de passivos correspondem às aquisições líquidas de passivos financeiros ou responsabilidades, sendo iguais ao somatório das transações que alteram os passivos financeiros detidos pelos sectores institucionais num dado período, registando os fluxos quando o valor económico ou os direitos e obrigações são criados. Os valores apresentados correspondem a valores consolidados, ou seja, eliminam as operações entre entidades do mesmo sector institucional. O sistema europeu de contas nacionais e regionais na Comunidade atualmente em vigor (SEC 95) considera no agregado de passivos financeiros não só as componentes de passivos, mas também de património líquido.

Quadro 14 - Variação dos Passivos por Tipo de Instrumento Financeiro (Total da Economia e das Sociedades Não Financeiras)

Unidade: 10⁶ Euros

	Total da Economia			Sociedades Não Financeiras		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Total	-8 200	-28 453	-27 547	8 928	-3 216	2 305
Numerário e depósitos	-19 071	-16 388	-18 016	0	0	0
Títulos exceto ações	-18 380	-13 578	-6 545	3 223	1 668	1 153
Títulos exceto ações excluindo derivados financeiros	-18 701	-13 674	-6 435	2 961	1 609	1 288
Derivados financeiros	321	96	-110	262	59	-136
Empréstimos	39 358	13 844	210	-1 744	-3 558	-1 625
Ações e outras participações	-5 148	-1 629	-2 844	4 853	4 337	695
Ações e outras participações excluindo fundos de investimento	-2 017	-1 951	-2 242	4 853	4 337	695
Unidades de participação em fundos de investimento	-3 131	322	-601	0	0	0
Reservas técnicas de seguros	-5 845	-2 878	-61	-136	-248	56
Outros débitos e créditos	885	-7 824	-291	2 732	-5 416	2 027

Fonte: Banco de Portugal (Contas Nacionais Financeiras), cálculos CMVM.

Tal como já tinha ocorrido em anos anteriores, a economia portuguesa no seu conjunto reduziu os seus passivos, em cerca de €27,5 mil milhões. Assistiu-se a uma diminuição expressiva de numerário e depósitos, e em menor intensidade dos títulos exceto ações e das ações e outras participações.

Apesar da rubrica de títulos exceto ações excluindo derivados financeiros ter observado uma redução ao nível das transações efetuadas, ocorreu um comportamento diferenciado no segmento de títulos de curto prazo (-€10,4 mil milhões) e de longo prazo (+€3,9 mil milhões). Por sua vez, o item “empréstimos” teve uma evolução oposta e apresentou um aumento pouco expressivo.

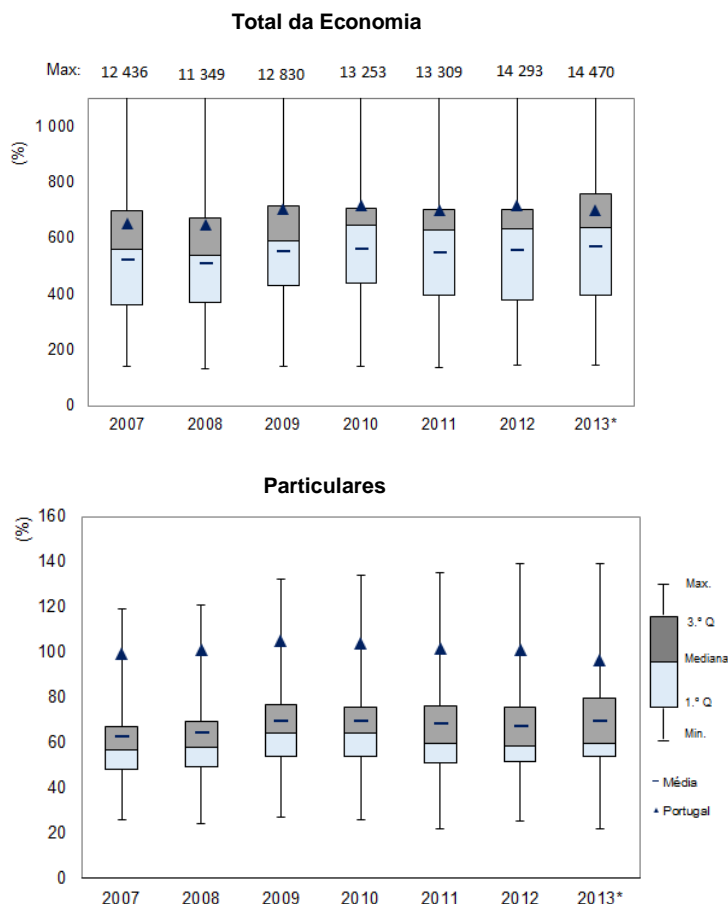
Os passivos das sociedades não financeiras aumentaram, após a quebra ocorrida no ano anterior. Para essa evolução contribuíram, nomeadamente, as rubricas títulos exceto ações excluindo derivados financeiros, ações e outras participações e outros débitos e créditos²⁶ (no conjunto com um aumento de €4 mil milhões). Em consonância com o observado para o total da economia, as sociedades não financeiras registaram um aumento dos passivos no segmento de títulos exceto ações de longo prazo (+€5,3 mil milhões) e uma redução no segmento de títulos exceto ações de curto prazo (-€4 mil milhões). Apesar de se assistir a uma redução global dos passivos na rubrica de empréstimos, o comportamento das componentes de curto prazo (-€2,6 mil milhões e de médio prazo (+€0,9 mil

²⁶ Incluem créditos comerciais e contas a receber e a pagar.

milhões de Euros) foi distinto. Tal indicia que o financiamento das sociedades não financeiras iniciou uma trajetória distinta, de mais longo prazo, indiciadora de aumento de confiança dos agentes económicos.

O peso dos passivos financeiros da economia portuguesa variou entre 741% do PIB em 2007 e 812,8% em 2013, e encontra-se acima da média dos seus pares da Zona Euro. A Holanda, o Luxemburgo e a Irlanda tiveram no último ano um peso dos stocks de passivos financeiros no PIB superior ao português, enquanto a Itália, a Grécia e a França são os países em que os passivos financeiros representaram o menor peso no PIB na Zona Euro. Também no caso dos particulares o peso dos passivos financeiros detidos face ao PIB português se situou consistentemente no quarto quartil, embora em tendência de queda nos últimos três anos. Apenas a Holanda apresenta sistematicamente valores mais elevados do que Portugal.

Gráfico 60 – Peso dos Passivos Financeiros (em percentagem do PIB) na Zona Euro

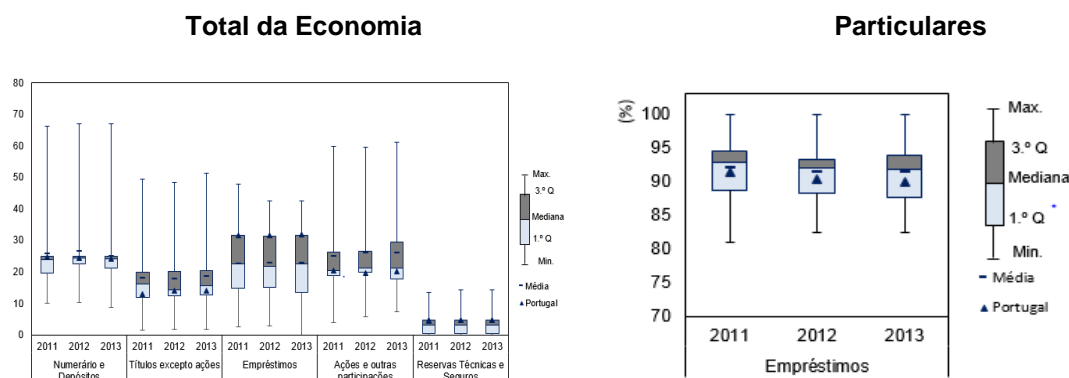


Notas: (1) * valores previsionais; (2) O gráfico do lado esquerdo não apresenta os valores para dois outliers extremo, o Luxemburgo e a Irlanda; (3) o valor médio apresentado no gráfico do lado esquerdo exclui os outliers extremos.

Fonte: Eurostat (Contas Nacionais Financeiras), cálculos CMVM.

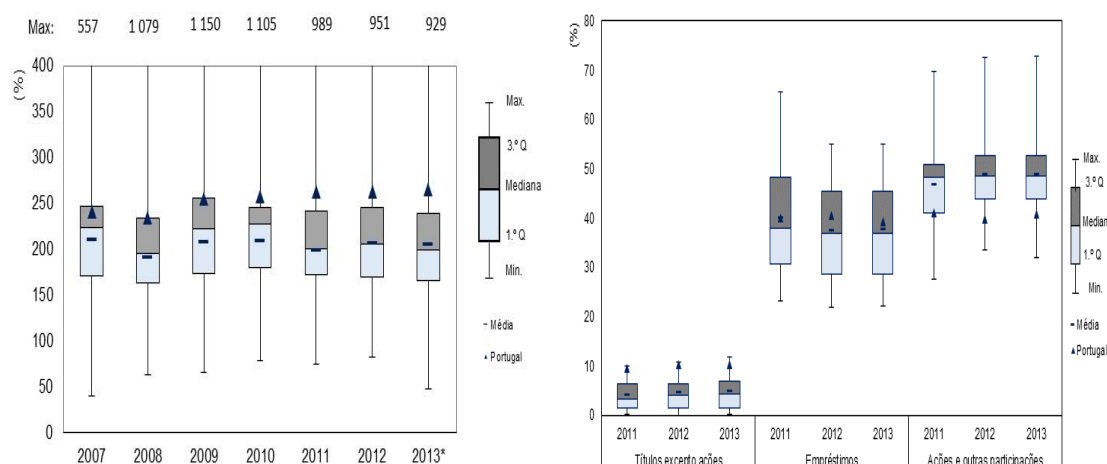
A comparação da estrutura dos passivos financeiros na Zona Euro para o total da economia revela que Portugal regista um peso superior à média apenas nas rubricas de empréstimos e de reservas técnicas e seguros. O peso das rubricas títulos exceto ações e ações e outras participações é inferior à média da Zona Euro. Ambas as situações permitem concluir que o sistema financeiro português é marcadamente assente no sistema bancário. No caso dos particulares, e à semelhança do verificado em toda a Zona Euro, os empréstimos representam uma percentagem significativa dos respetivos passivos financeiros, embora em Portugal se situe a um nível inferior à média da Zona Euro e em queda, o que denota algum esforço de desalavancagem.

Gráfico 61 – Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Passivos Detidos pelo Total da Economia e por Particulares, na Zona Euro



Os passivos financeiros detidos por sociedades não financeiras em Portugal, em percentagem do PIB, situaram-se desde 2010 no quarto quartil dos países da Zona Euro. Apenas o Luxemburgo, a Irlanda e a Bélgica registaram sistematicamente valores mais elevados do que Portugal. As rubricas títulos exceto ações, empréstimos e ações e outras participações são as componentes com maior peso no passivo das sociedades não financeiras (em conjunto cerca de 90%).

Gráfico 62 – Sociedades Não Financeiras - Passivos Financeiros (em percentagem do PIB) (esq.) e Peso dos Diferentes Instrumentos Financeiros no Total de Passivos (dir.) na Zona Euro



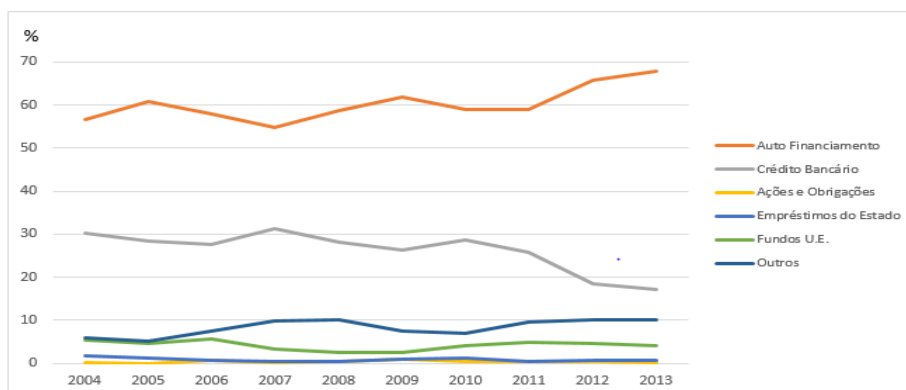
Notas: (1) * valores previsionais; (2) O gráfico do lado esquerdo não apresenta os valores para um outlier extremo, o Luxemburgo; (3) o valor médio apresentado corresponde a uma média ponderada.

Fonte: Eurostat (Contas Nacionais Financeiras), cálculos CMVM.

Nos títulos exceto ações, só a França registou um peso desta componente de passivos superior a Portugal. No caso da rubrica de empréstimos, os valores das sociedades não financeiras portuguesas diminuíram no último ano e situaram-se no terceiro quartil, com valores inferiores aos assinalados na Grécia, Espanha, Malta, Eslovénia e Letónia. Em contrapartida, o peso das ações e outras participações aumentou em Portugal e apenas Eslovénia, Malta e Grécia registam valores inferiores para as sociedades não financeiras. A combinação destes dois resultados indicia que as sociedades não financeiras em Portugal têm maiores níveis de endividamento do que as demais da Zona Euro.

De acordo com o Inquérito Qualitativo de Conjuntura ao Investimento do INE, a percentagem de financiamento obtida por via do autofinanciamento aumentou nos dois anos mais recentes, em contraste com o crédito bancário que diminuiu na mesma proporção. O peso do crédito bancário apresenta uma trajetória descendente desde 2007, e é atualmente inferior a 20%. Este declínio tornou-se mais patente a partir de 2011, após se ter iniciado o Programa de Ajustamento Económico e Financeiro a Portugal. A par desta evolução, o volume de investimento e formação de capital também recuou, pelo que o nível de autofinanciamento ocorrido no passado estará agora mais próximo de assegurar as necessidades de financiamento produtivo das empresas.

Gráfico 63 - Financiamento de Novo Investimento em Portugal



Fonte: Inquérito à Conjuntura do Investimento (INE).

Nota: Formação Bruta de Capital Fixo em cada ano.

O autofinanciamento e o crédito bancário continuam a ser as duas principais fontes de financiamento das empresas portuguesas, não obstante a redução do peso crédito bancário que se acentuou nos últimos anos. Em geral, a emissão de ações e de dívida ainda não são consideradas alternativas de financiamento pela generalidade das empresas para captar novos recursos.

A análise das fontes de financiamento por tipo de empresa mostra a idiossincrasia do tecido empresarial português. As empresas com mais de 500 trabalhadores denotam maior autonomia face ao setor bancário devido à maior capacidade de autofinanciamento e de recurso ao mercado de capitais. A esse respeito, o Inquérito de Conjuntura ao Investimento referente a 2013 mostra que o peso do autofinanciamento era bem mais elevado nas empresas de maior dimensão do que nas empresas com um número de trabalhadores entre os 50 e os 249. O financiamento através da emissão de ações e obrigações correspondia apenas a 0,4% do total entre as empresas de maior dimensão e era praticamente inexistente nas empresas com menos de 250 trabalhadores, pelo que se conclui que as pequenas e médias empresas (PME) ainda não recorrem intensamente ao mercado de capitais para obter os recursos financeiros de que necessitam.

Quadro 15 - Fontes de Financiamento do Investimento por Escalão de Pessoal ao Serviço

Escalões de pessoal ao serviço	Fontes de Financiamento					
	Auto Financiamento	Crédito Bancário	Ações e Obrigações	Empréstimos do Estado	Fundos da EU	Outros
1º (≤49)	60,1	30,8	0,0	0,3	3,2	5,7
2º (50-249)	51,4	27,5	0,2	1,6	6,8	12,3
3º (250-499)	71,7	13,1	2,5	0,3	2,3	10,0
4º (≥500)	85,8	7,1	0,4	1,6	1,0	4,1
Total	69,8	17,9	0,5	1,2	3,2	7,3

Fonte: Inquérito à Conjuntura do Investimento (INE).

Quadro 16 - Fatores Limitativos do Investimento em 2013

CAE-Rev.3	Todas as empresas	Das quais: empresas exportadoras (indústria transformadora)
Insuficiência da capacidade produtiva	13,4	15,1
Deterioração das perspectivas de venda	76,2	53,7
Dificuldade em contratar pessoal qualificado	4,5	10,0
Nível de taxa de juro	24,8	37,9
Rentabilidade dos investimentos	42,9	31,4
Capacidade de autofinanciamento	28,9	48,5
Dificuldade em obter crédito bancário	29,0	41,4
Mercado de capitais	2,1	2,1
Outros	11,8	11,4

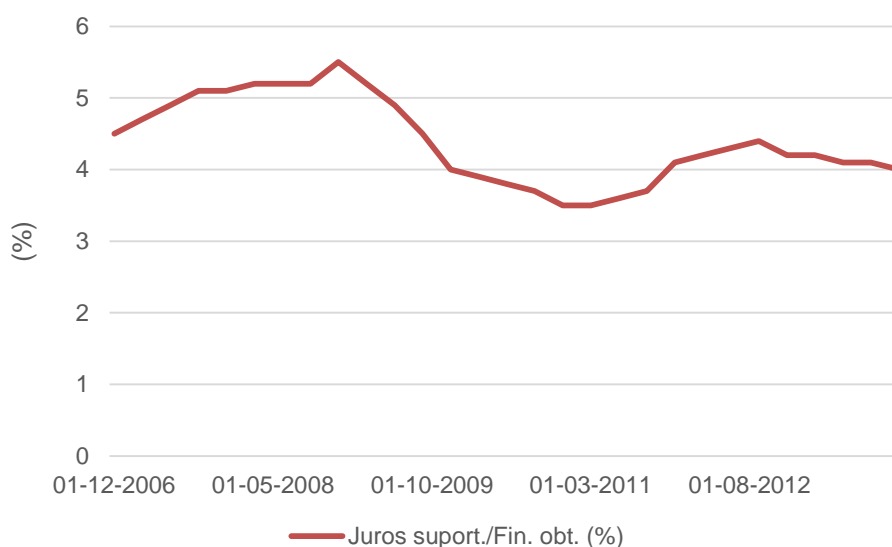
Fonte: Inquérito à Conjuntura do Investimento (INE).

Entre os fatores apontados pelas empresas como entrave ao aumento do investimento encontra-se a deterioração das perspectivas de venda, que afeta com maior intensidade as que produzem para o mercado interno do que as exportadoras. A capacidade de autofinanciamento e em obter financiamento bancário são as principais razões apontadas pelas empresas exportadoras para não aumentarem o investimento, enquanto o mercado de capitais tem uma importância residual enquanto fator limitativo do investimento.

Apesar das dificuldades de acesso ao crédito, as empresas portuguesas não financeiras beneficiaram no último ano de uma redução do custo do financiamento obtido. Três efeitos distintos explicam esta

evolução: por um lado, os indexantes de taxa de juro (Euribor) conheceram uma queda em resultado da política monetária do BCE; por outro, após o aumento dos spreads de crédito ocorridos na sequência da crise bancária e de uma mais ajustada incorporação do risco de crédito no preço do financiamento alheio, em 2013 assistiu-se a alguma flexibilização dos spreads; finalmente, algumas empresas optaram por empréstimos de menor maturidade, decorrendo daí menores taxas de juro mas maior risco de refinanciamento.

Gráfico 64 - Rácio entre os Juros Pagos e o Valor Agregado dos Empréstimos de Empresas Privadas Não Financeiras

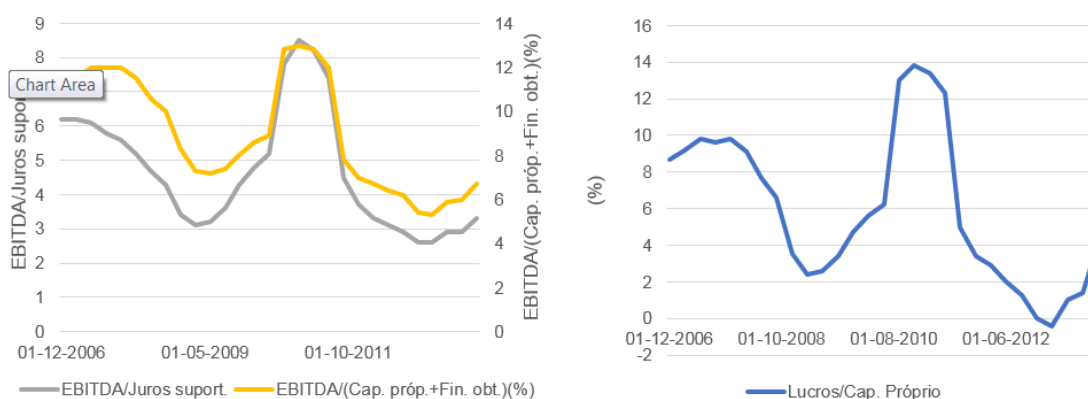


Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços.

Os lucros operacionais das empresas (aqui identificados com o EBITDA) têm sido suficientes para suportar os encargos financeiros. Todavia, por força da degradação dos resultados e do aumento do custo dos empréstimos bancários, os juros suportados têm vindo a cobrir uma percentagem cada vez maior dos lucros operacionais desde o início da década, tendência que se inverteu no primeiro trimestre de 2013. O aumento do autofinanciamento, bem como a diminuição recente dos *spreads* bancários, terão contribuído para a melhoria modesta da remuneração dos ativos das empresas portuguesas no último ano. Ainda assim, a remuneração do capital alheio, quando medida pelo rácio entre os juros suportados e o financiamento obtido, tem sido superior à remuneração dos capitais próprios, o que

indicia que existe um longo caminho a percorrer com vista à recuperação económica do tecido empresarial português já que os acionistas não parecem estar a ser devidamente compensados pelo risco assumido.

Gráfico 65 - Rácio entre o EBITDA e os juros suportados e o rácio entre o EBITDA e a soma do capital próprio e financiamento obtido (à esquerda), e rácio entre os lucros obtidos e os capitais próprios (à direita)



Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços.

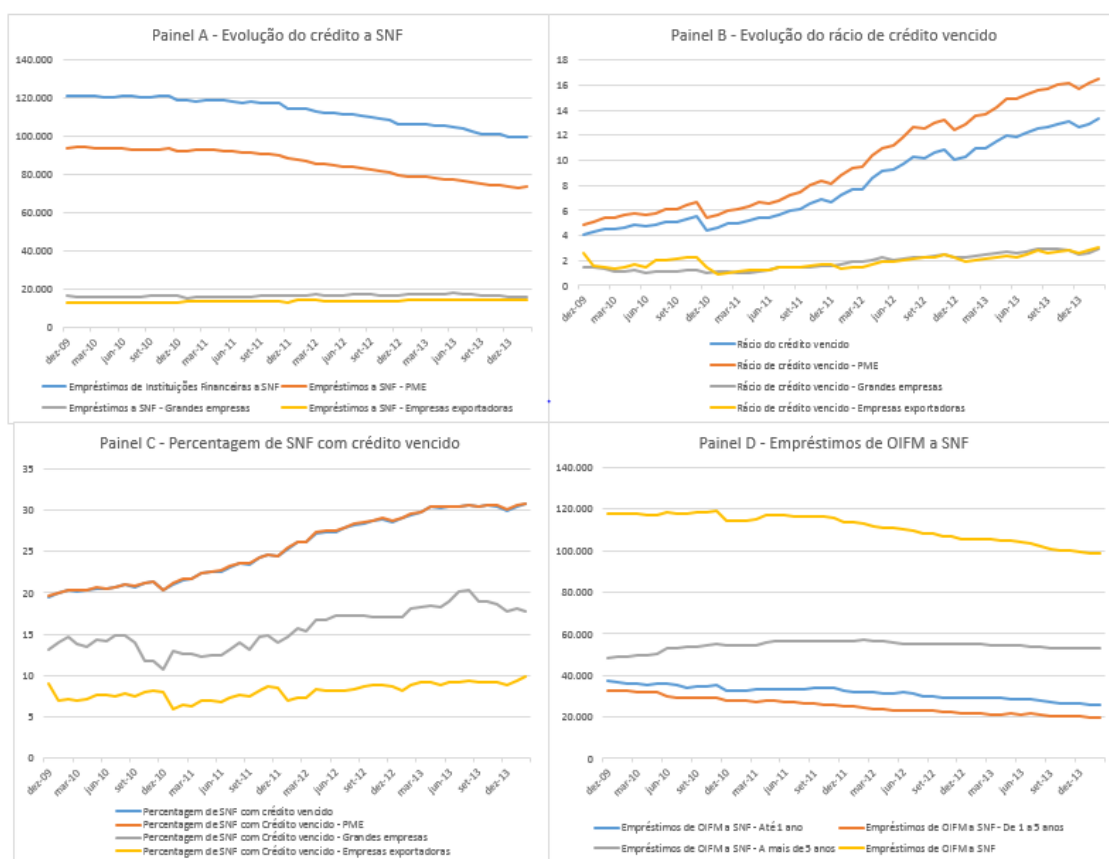
Relativamente ao financiamento a Sociedades Não Financeiras (SNF), assistiu-se em 2013 a uma redução do stock de crédito bancário concedido (ver gráfico seguinte, painel A), que traduz em larga medida as restrições ao crédito bancário a pequenas e médias empresas (-7,3%), mas igualmente a grandes empresas (-3,0%). As empresas exportadoras obtiveram no seu conjunto um incremento de 3,0%, em linha com a maior aposta na internacionalização das empresas nacionais nos sectores de bens transacionáveis.

O rácio de crédito vencido e a percentagem de SNF com crédito vencido²⁷ aumentaram como reflexo das dificuldades das empresas em obter crédito bancário e encontrar investimentos rentáveis, mas principalmente em virtude da crescente deterioração das perspectivas de venda. Aqueles aumentos

²⁷ Ou seja, número de SNF com crédito vencido em percentagem do número total de SNF.

foram mais pronunciados nas PME28 e menos intensos nas exportadoras.

Gráfico 66 - Crédito do Setor Bancário (Outras Instituições Financeiras Monetárias) a Sociedades Não Financeiras



Fonte: Banco de Portugal.

Em suma, a conjuntura económica continuou a ser particularmente difícil para as empresas portuguesas. As dificuldades vividas pela nossa economia, a debilidade do crescimento económico, do investimento e do financiamento bancário, a redução da procura interna e o fraco crescimento ou

²⁸ O facto de o tecido empresarial português ser maioritariamente composto por PME origina que a percentagem de SNF com crédito vencido seja muito idêntica à percentagem de PME com crédito vencido (ver Gráfico 48, Painel C).

mesmo recessão em alguns dos nossos parceiros comerciais mais importantes contribuíram fortemente para o aumento das dificuldades sentidas pelas empresas, particularmente as pequenas e médias empresas não exportadoras e do setor dos bens não transacionáveis. O mercado de capitais, que não parece constituir um fator limitativo do investimento, também foi pouco usado pelas empresas nacionais para o financiamento do investimento. Como é sabido, a estrutura económica e empresarial portuguesa é maioritariamente composta por pequenas e médias empresas de cariz familiar. São, assim, cada vez mais importantes as iniciativas que promovam a entrada destas empresas no mercado de capitais, aumentando o leque de opções de financiamento. O mercado acionista e o mercado obrigacionista, bem como o papel comercial e o capital de risco, poderão dar um importante contributo para satisfazer as necessidades de financiamento das empresas nacionais, contribuindo para a redução da dependência face ao crédito bancário.

Quadro 17 - Estrutura de Financiamento da Variação do Ativo das Empresas Cotadas

Unidade: Milhões de Euros

	2012	2013
Empresas Não Financeiras		
Variação do Ativo Líquido	3.878	-1.677
Financiamento Financeiro	3.318	-1.128
Financiamento por Capital Próprio	1.215	601
Financiamento por Dívida	2.103	-1.729
Outro Financiamento	560	-549

Fontes: Reuters; Contas das Empresas; Cálculos da CMVM.

Notas: O total de Dívida da Espírito Santo Financial Holding e da Semapa foi obtida com base numa estimativa da CMVM; No capital próprio não foi tido em consideração os interesses minoritários.

As empresas de maior dimensão e que já têm o seu capital aberto ao investimento do público (e admitido à negociação em mercado) têm maior propensão para emitir instrumentos financeiros como forma de financiamento. O investimento líquido das sociedades cotadas não financeiras caiu, impulsionado pela queda do financiamento através de dívida, indiciando que as empresas terão iniciado um processo gradual de desalavancagem. Nas sociedades financeiras assistiu-se à diminuição muito significativa do ativo líquido, particularmente na componente de dívida financeira, e dos capitais próprios, neste último caso em virtude dos prejuízos sofridos uma vez que algumas instituições promoveram aumentos de capital durante o ano. A rubrica de outro financiamento reduziu-se substancialmente; a maior dificuldade na captação de depósitos terá sido a razão próxima dessa

redução.

O rácio entre a capitalização bolsista e o ativo líquido total aumentou 2,8 p.p. face a 2012, quando considerados valores agregados para as empresas cotadas na Euronext Lisbon. Esse crescimento foi mais acentuado nas empresas não financeiras do que nas financeiras, algo que não sucedeu em relação aos capitais próprios por força dos prejuízos anuais do conjunto das instituições financeiras cotadas e apesar dos aumentos de capital ocorridos em algumas dessas instituições financeiras. As empresas beneficiaram em ambos os casos da conjuntura positiva dos mercados de capitais internacionais, particularmente do crescimento dos preços das ações. Todavia, os mercados parecem percecionar uma recuperação mais lenta para o setor financeiro, possivelmente devido à sua maior exposição à dívida soberana portuguesa. A variação do rácio entre a capitalização bolsista e o ativo líquido total foi também superior nas empresas que integram o índice PSI20 por comparação com as demais, o que poderá significar que as empresas de maior dimensão e liquidez incorporaram mais rapidamente a recuperação económica internacional nos fundamentais e nos preços das ações.

Quadro 18 - Evolução Relativa da Capitalização Bolsista

	2013	2012
Empresas Não Financeiras		
Capitalização Bolsista / Ativo Total	36,2%	31,4%
Variação da Capitalização Bolsista / Variação do Ativo Total	-40,3%	-68,1%
Capitalização Bolsista / Capital Próprio	142,6%	130,8%
Empresas Financeiras		
Capitalização Bolsista / Ativo Total	4,5%	3,0%
Variação da Capitalização Bolsista / Variação do Ativo Total	-20,7%	210,3%
Capitalização Bolsista / Capital Próprio	87,7%	54,1%
Empresas integrantes do PSI 20		
Capitalização Bolsista / Ativo Total	16,8%	13,9%
Variação da Capitalização Bolsista / Variação do Ativo Total	-28,7%	118,9%
Capitalização Bolsista / Capital Próprio	132,6%	113,7%
Empresas Não integrantes do PSI 20		
Capitalização Bolsista / Ativo Total	21,1%	19,8%
Variação da Capitalização Bolsista / Variação do Ativo Total	-25,5%	1613,5%
Capitalização Bolsista / Capital Próprio	104,7%	90,9%
TOTAL		
Capitalização Bolsista / Ativo Total	17,1%	14,3%
Variação da Capitalização Bolsista / Variação do Ativo Total	-28,6%	63,8%
Capitalização Bolsista / Capital Próprio	129,7%	111,1%

Fonte: Thompson Reuters; cálculos CMVM.

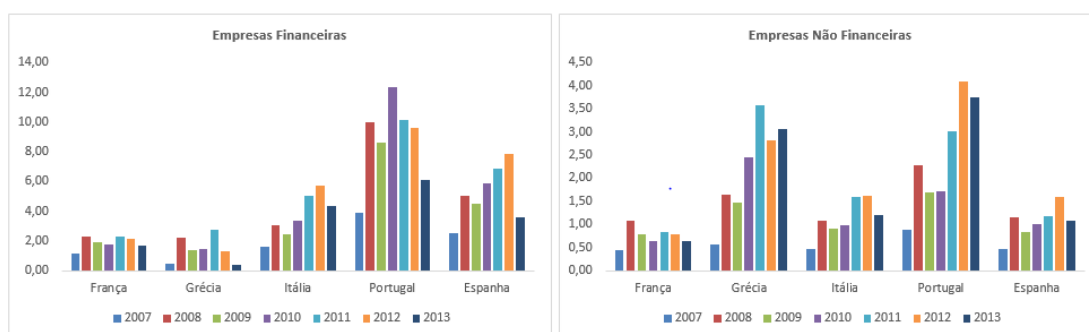
2.2.2. Comparação entre o Mercado Nacional e Outros Mercados Europeus

Os últimos anos foram marcados por uma contração dos principais agregados macroeconómicos da economia europeia. A maioria dos países da Zona Euro optou por seguir uma política orçamental procíclica caracterizada pela redução dos gastos públicos e por aumentos de impostos com o objetivo de assegurar a sustentabilidade de longo prazo das contas públicas. Alguns países foram mesmo sujeitos a programas de ajustamento formais. Estas políticas orçamentais tiveram efeitos no desempenho das empresas e nas respetivas estruturas de capital uma vez que entre as finalidades desses programas de ajustamento se encontrava também a diminuição do endividamento do setor privado.

Um dos maiores incentivos à diminuição do endividamento das empresas não financeiras dos países

intervencionados terá sido a escassez do crédito bancário e o aumento dos spreads de crédito exigidos pela banca e pelos mercados, na medida em que isso as forçou a encontrar fontes de financiamento alternativas. Os rácios entre o valor contabilístico da dívida e o valor de mercado dos capitais próprios, e entre o valor contabilístico da dívida e o valor contabilístico dos capitais próprios permitem aferir a evolução do nível de alavancagem das empresas.²⁹ O rácio de alavancagem tende a ser pro-cíclico entre as empresas não financeiras, uma vez que o valor dos ativos tende a apreciar durante expansões económicas e desvalorizar durante períodos de contração. Já entre as empresas financeiras o oposto pode acontecer porque a sua capacidade de financiamento se reduz em períodos de contração económica, assim como a capacidade de expandir os seus balanços.

Gráfico 67 – Valor Contabilístico da Dívida das Empresas em Percentagem do Valor de Mercado dos Capitais Próprios (*Book Debt to Market Equity Ratio*)



Fonte: Thompson Reuters; cálculos CMVM

Com exceção das empresas não financeiras da Grécia, nos demais países analisados (incluindo Portugal) as empresas conheceram uma redução do valor contabilístico da dívida em percentagem do valor de mercado dos capitais próprios. A redução do rácio naqueles países poderá dever-se ao facto de o valor de mercado dos capitais próprios ter aumentado, pelo que o contributo da redução do valor da dívida para a diminuição do rácio poderá ter sido pouco expressivo. Por outro lado, o rácio continua a ser superior entre as empresas portuguesas, financeiras e não financeiras. Este resultado uma vez

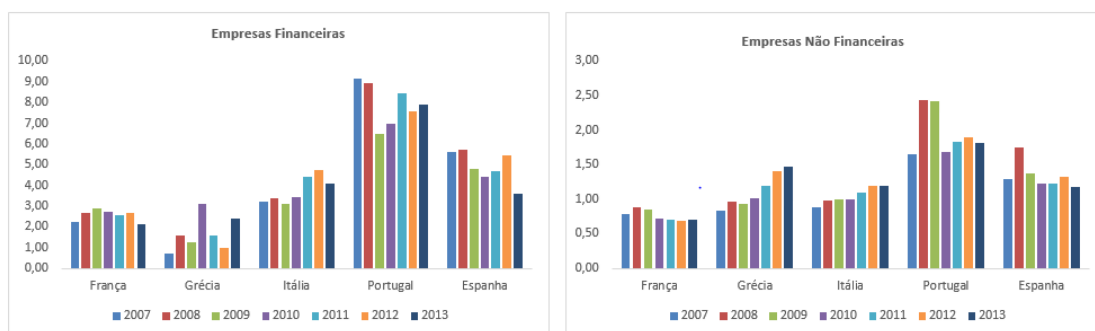
²⁹ São consideradas na presente seção as empresas com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado em cada um dos países analisados.

mais indica um excesso de endividamento do tecido empresarial nacional.

O valor contabilístico da dívida e o dos capitais próprios não são influenciados pelas flutuações dos mercados acionistas, com exceção de algumas rubricas do balanço (ativo e passivo) avaliadas ao justo valor (e a preços de mercado). Como tal, o rácio entre o valor contabilístico da dívida e o valor contabilístico dos capitais próprios fornece uma perceção diferente da evolução da alavancagem das empresas ao excluir o efeito cíclico dos mercados.

As empresas não financeiras portuguesas exibem o nível de alavancagem mais elevado entre os países analisados, com o valor contabilístico da dívida a ser superior em 82% ao dos capitais próprios. Sem prejuízo disso, em 2013 os capitais próprios destas empresas aumentaram mais do que a dívida. As empresas não financeiras francesas e italianas registam o menor endividamento, sendo os seus capitais próprios superiores ao financiamento alheio. No setor financeiro é de realçar o aumento deste indicador nas empresas sedeadas na Grécia e em Portugal. No caso português, esta situação poderá estar relacionada com os prejuízos do setor bancário que conduziram a uma redução dos capitais próprios. Numa perspetiva cross-seccional, as empresas financeiras portuguesas apresentam um maior nível de alavancagem. Todavia, em Portugal este setor apenas inclui bancos, enquanto noutros países o setor financeiro também engloba seguradoras, empresas de gestão de ativos e outras entidades financeiras onde a dívida não tem tanta relevância na composição dos respetivos balanços, o que dificulta a retirada de ilações da comparação dos valores obtidos.

Gráfico 68 – Valor Contabilístico da Dívida em Percentagem do Valor de Contabilístico dos Capitais Próprios (*Book Debt to Book Equity Ratio*)



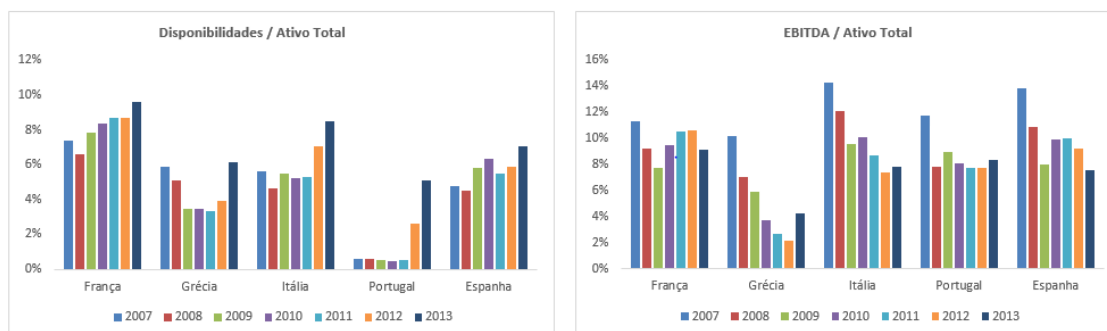
Fonte: Thompson Reuters, cálculos CMVM.

O rácio entre as disponibilidades e o valor contabilístico dos ativos é um indicador de liquidez imediata

das empresas. Os valores apresentados para cada país são influenciados por fatores conjunturais, como a crise económica que grande parte dos países europeus atravessa, mas também por fatores estruturais, relacionados com o desenvolvimento dos sistemas financeiros e o tipo de relações das empresas com o sector bancário. As empresas portuguesas apresentam um nível de disponibilidades reduzido, que aumentou nos dois últimos anos em resultado da alteração da gestão de tesouraria em duas empresas da amostra.³⁰ A tendência evidenciada nos diferentes países vai no sentido do aumento do nível de disponibilidades, o que é uma consequência provável da maior dificuldade de os intermediários financeiros ajudarem a resolver os problemas de tesouraria das empresas como faziam antes da crise financeira recente.

As empresas portuguesas apresentam valores muito comparáveis com as francesas, espanholas e italianas. Aquilo que as pode distinguir, particularmente das dos países do centro da Europa, está associado à função financeira uma vez que o custo do financiamento em Portugal é tendencialmente mais elevado e contribui para diminuir a remuneração do capital próprio.

Gráfico 69– Evolução do Rácio Disponibilidades face ao Ativo e EBITDA face ao Ativo



Fonte: Thompson Reuters, cálculos CMVM.

O fixed charge coverage ratio, medido pelo rácio entre os resultados antes de juros e impostos e os juros e os dividendos preferenciais pagos, é um indicador do esforço efetuado pelas empresas para remunerar o capital alheio. As empresas sediadas em França e Itália apresentam os valores mais

³⁰ Trata-se de um painel balanceado para facilitar as comparações intertemporais, que inclui apenas 11 empresas portuguesas.

elevados para este indicador, em resultado dos menores rácios de endividamento e de spreads de crédito mais reduzidos. As empresas portuguesas e gregas têm maior endividamento e pagam maiores spreads de crédito e, em consequência, apresentam valores mais reduzidos. O esforço de remuneração dos credores foi um pouco menos intenso no último ano, o que poderá ser explicado pela melhor envolvente macroeconómica que originou resultados económicos mais favoráveis e pela queda das taxas de juro nos mercados interbancários.

Gráfico 70 – Evolução Anual do Tobin-q e da Fixed Charge Coverage Ratio (Empresas cotadas não Financeiras)



Fonte: Thompson Reuters, cálculos CMVM.

A análise do Tobin-q,³¹ por seu lado, indicia que o valor de mercado das empresas não financeiras em proporção do valor de reposição dos seus ativos subiu em todos os países analisados, à semelhança do que havia sucedido no ano anterior. Este rácio continua a ser inferior à unidade na Grécia e em Portugal, o que pode significar que o mercado estará a subavaliar o preço das ações nestes mercados, ou, em alternativa, que os investidores têm perspetivas menos otimistas para as empresas destes países.

³¹ O Tobin-q de uma empresa é calculado através da divisão entre o seu valor de mercado (calculado como a soma do valor de mercado das ações ordinárias, do valor contabilístico das ações preferenciais, do valor contabilístico das participações minoritárias e do valor contabilístico da dívida) e o valor contabilístico de reposição dos seus ativos.

2.3 EMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.3.1 Ações

O montante total de emissões de ações voltou a situar-se acima dos €2.000 milhões, equiparando-se aos valores atingidos em 2011. O Banif – Banco Internacional do Funchal, SA efetuou seis operações de aumentos de capital das quais se destaca, no início do ano, a de €700 milhões relativo à primeira fase do plano de recapitalização pelo Estado Português no âmbito da Lei 63 A/2008, de 24 de novembro.

Os demais cinco aumentos de capital, enquadrados na execução da segunda fase do plano de recapitalização acordado com o Estado, foram efetuados através de subscrição particular ou pública. No âmbito do referido plano, em 26 de junho foi realizado um primeiro aumento de capital através de subscrição particular no montante de €100 milhões. Um novo aumento de capital no montante de €100 milhões foi realizado em 30 de julho através de uma oferta pública de subscrição de ações reservada a acionistas e a detentores de Valores Mobiliários Obrigatoriamente Convertíveis (VMOC). Ainda no âmbito da segunda fase daquele plano, realizou-se em 5 de agosto um novo aumento de capital, no montante de €40,7 milhões, na sequência do qual foram subscritas 4.070 milhões de ações por investidores de referência e no âmbito de colocação particular. Por fim, em outubro foram realizadas duas operações de €700.000 e de €70.795.220,43, respetivamente, resultantes da conversão de 70 milhões de VMOC em 70 milhões de novas ações ordinárias através de oferta particular e do lançamento de uma oferta pública de troca sobre vários instrumentos subordinados emitidos pelo Banif, pelo Banif Investimento e pelo Banif Finance, por contrapartida da emissão de 7.079.522.043 novas ações do Banif.

Quadro 19 – Emissões de Ações por Sociedades Abertas, por Tipo de Ações

Unidade: 10⁶ Euro

Natureza dos Valores	2011		2012		2013	
	Nº Emissões	Valor	Nº Emissões	Valor	Nº Emissões	Valor
Ações Ordinárias	28	2.059	16	1.711	15	2.069
Ações Preferenciais Sem Voto	1	54	0	0	0	0
TOTAL	29	2.113	16	1.711	15	2.069

Fonte: CMVM

Quadro 20 – Emissões de Ações por Sociedades Abertas, Por Tipo de Ofertas

Unidade: 10⁶ Euro

Tipo de Ofertas	Nº Ofertas Subscrição	Valor
Pública	10	371
Particular	5	1.698
TOTAL	15	2.069

Fonte: CMVM

O capital social da ZON Optimus foi aumentado através de subscrição particular, mediante a emissão de mais de 206 milhões de ações correspondentes a mais de €856 milhões. Estas ações foram emitidas na sequência do processo de fusão da ZON Multimédia com a Optimus – SGPS, SA, por incorporação desta última, concluído em agosto.

É ainda de salientar o primeiro aumento de capital efetuado pelo Fundo de Participação da Caixa Económica Montepio Geral (CEMG), através da emissão de Unidades de Participação com apelo ao investimento público. Esta emissão ascendeu a €200 milhões, tendo as Unidades de Participação sido objeto de admissão à negociação na NYSE Euronext Lisbon. Os títulos emitidos pela CEMG constituem “*outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, suscetíveis de transmissão em mercado*” (art. 1º, g) do CódVM), sendo instrumentos atípicos que têm determinadas características que os aproximam de instrumentos de capital, designadamente o direito patrimonial ao saldo de liquidação do emitente, não serem reembolsáveis numa data predefinida e conferirem o direito ao recebimento de uma remuneração anual cujo pagamento é decidido, de forma discricionária, pela Assembleia Geral da CEMG, quando existam resultados insuficientes.

Em 2013 foram efetuadas sete ofertas a trabalhadores, através de subscrição pública, pela Saint Gobain, Roche Holding, Sanofi Aventis, Allianz SE, BP plc, ABB Ltd e Siemens.

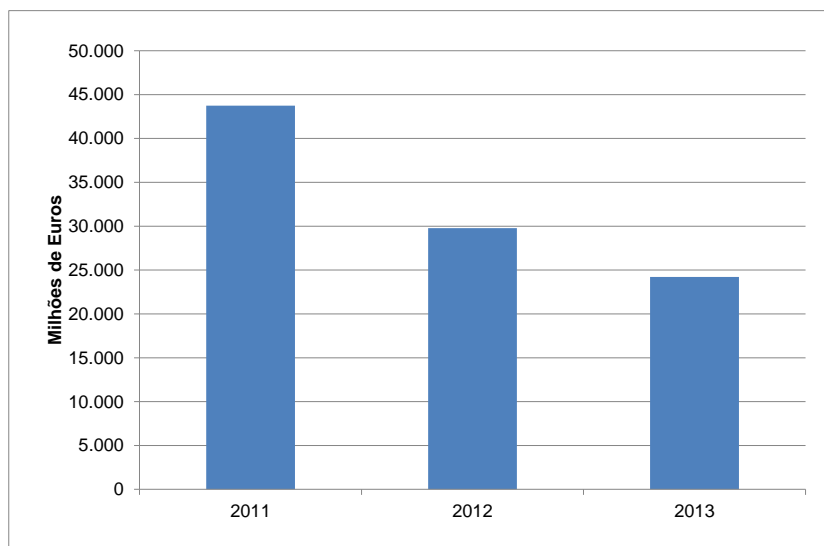
2.3.2 Obrigações

2.3.2.1. Dívida Privada

O montante global de dívida emitida pelo setor privado ascendeu a cerca de €24 mil milhões, o que representou uma evolução negativa face aos cerca de €30 mil milhões registados em 2012. Esta diminuição resultou essencialmente do menor valor emitido de obrigações subordinadas (€415 milhões, menos cerca de €5 mil milhões face a 2012). Tal evolução resulta da redução das emissões dos

denominados instrumentos híbridos de capital e de em 2012 terem ocorrido emissões de valor mais elevado no âmbito dos programas de recapitalização do setor bancário. A subscrição particular continuou a apresentar maior relevância, representando 94% do valor total emitido de obrigações.

Gráfico 71 – Valor das Emissões de Obrigações



Fonte: CMVM e BdP;

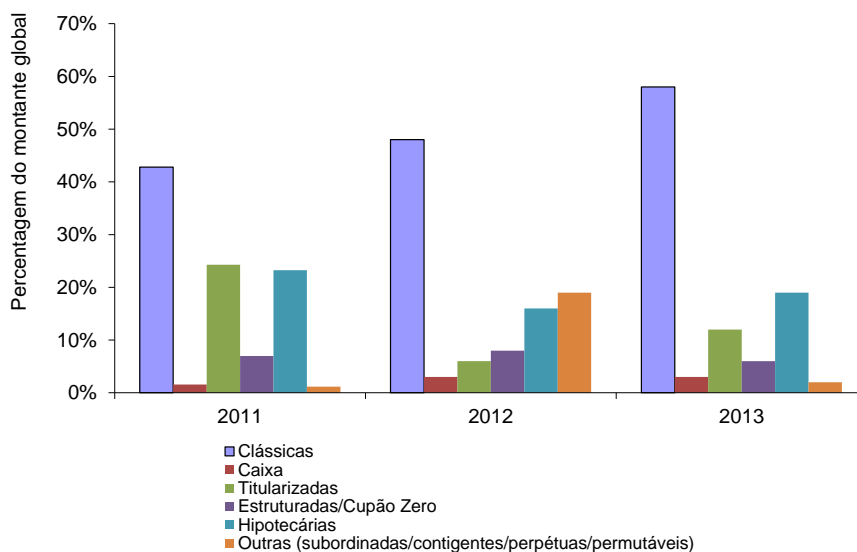
Nota: Valor efetivamente colocado ao preço de subscrição

O peso do setor não financeiro no total de obrigações emitidas aumentou significativamente, com o montante emitido por este setor a atingir cerca de €12 mil milhões, quase exclusivamente sob a forma de obrigações clássicas. As operações concretizadas por cinco emittentes nacionais com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (e que integram o índice PSI 20), representaram cerca de 79% do montante global colocado pelo setor não financeiro, sendo que apenas uma destas emissões foi realizada mediante oferta pública. Num contexto de dificuldades no acesso ao crédito bancário, estas entidades procuraram diversificar as suas fontes de financiamento tirando partido, por um lado, da reanimação do mercado de dívida e, por outro, das reduzidas taxas de remuneração proporcionadas por outros instrumentos financeiros (e.g. depósitos bancários). As taxas de cupão destas emissões variaram entre os 3,9% e os 7,5%.

Aproximadamente 97% do valor das emissões de dívida realizadas por privados em mercado primário respeitam a entidades residentes, tendo o seu peso aumentado 2 p.p. face ao ano anterior. As emissões de não residentes recuaram para um nível semelhante ao registado em 2011.

Nas ofertas públicas, que ascenderam a €1.368 milhões, €754 milhões foram colocados através de ofertas realizadas ao abrigo de prospeto objeto de passaporte europeu (73 ofertas). Estas ofertas corresponderam a sete em cada dez ofertas públicas realizadas em 2013, com três em cada quatro a ser efetuadas por entidades não residentes. As ofertas realizadas através de prospeto aprovado pela CMVM (31 ofertas) foram exclusivamente efetuadas por residentes, tendo 64% do seu valor sido colocado por emitentes do setor financeiro.

Gráfico 72 – Emissão de Obrigações por Tipo



Fonte: CMVM

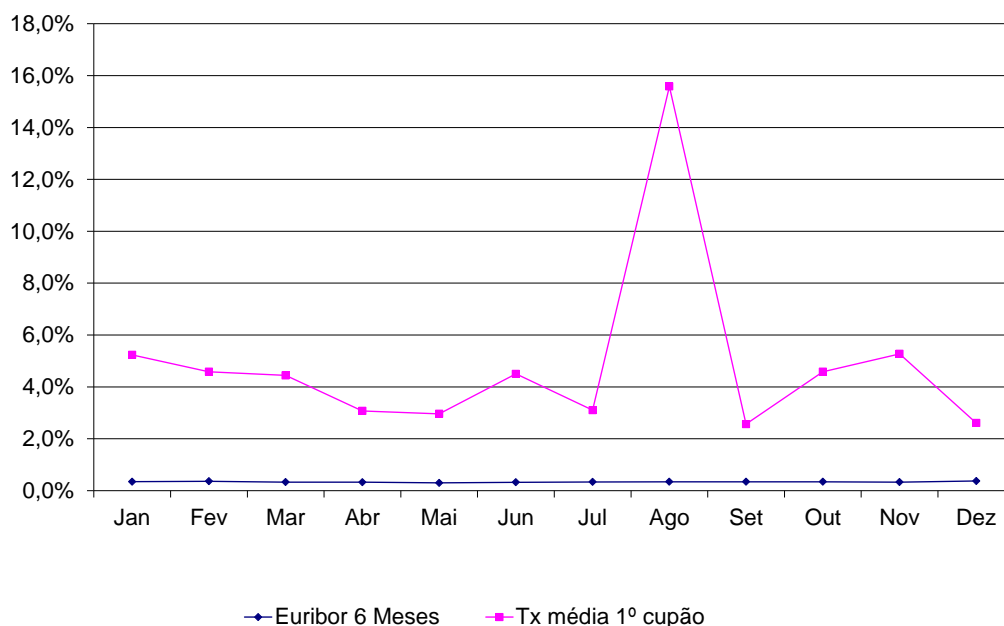
As obrigações clássicas ascenderam a €13,6 mil milhões (60% do total de emissões de natureza particular), dos quais €6 mil milhões foram emitidos por uma só entidade (não financeira). O valor emitido de dívida estruturada diminuiu 45% face ao ano anterior para os €1.362 milhões, o que reflete um menor interesse nestes produtos. Tal pode dever-se ao elevado risco que em muitos casos está associado a este tipo de dívida em virtude de nem sempre ser assegurado o reembolso integral do capital investido e/ou o pagamento de cupões, fluxos esses normalmente condicionados ao comportamento de determinados ativos subjacentes.

Ao invés, registou-se um acréscimo de 84% no valor das emissões de dívida titularizada, para os €3.010 milhões, que consistiram principalmente na cessão de créditos hipotecários (46% do total destas

ofertas), de créditos de pequenas e médias empresas (28%) e de créditos resultantes de ajustamentos tarifários positivos³² (15%).

A Euribor a 6 meses manteve-se em 2013 em torno dos 0,3%. No último trimestre de 2012 as taxas Euribor anteciparam a evolução esperada da taxa diretora definida pelo BCE, que sofreu uma redução dos 0,75% para os 0,5% em maio, tendo-se mantido estável até novembro, altura em que desceu para os 0,25%.

Gráfico 73 - Taxa Média Ponderada do 1.º Cupão e Euribor a 6 Meses



Fonte: CMVM

A taxa média ponderada do primeiro cupão da dívida emitida em 2013 apresentou uma tendência decrescente ao longo do ano, particularmente no primeiro semestre, embora com alguma volatilidade. O máximo registado em agosto respeita a uma emissão de dívida titularizada (de crédito ao consumo e automóvel, que inclui *non performing loans*), cujo montante representa 56% do total de dívida emitida nesse mês e que tem associada uma taxa de primeiro cupão de 25%. Um dos mínimos do ano registou-

³² Referentes a custos de medidas de política energética respeitantes a sobrecustos de produção de energia em regime especial.

se em setembro em consequência de uma emissão de obrigações titularizadas com uma taxa de primeiro cupão indexada à Euribor a três meses acrescida de um *spread* de 0,3% e cujo valor de emissão representa 53% do total emitido nesse mês. O outro mínimo ocorreu em dezembro em virtude de duas emissões de obrigações hipotecárias, representativas de 71% do valor emitido no mês e cuja taxa de primeiro cupão está indexada à Euribor a três meses acrescida de um *spread* de 1,85%.

2.3.2.2. Dívida Pública

A emissão de obrigações do Tesouro foi descontinuada no segundo trimestre de 2011, tendo o Estado recorrido aos fundos disponibilizados no quadro do PAEF e a emissões de dívida de prazo mais curto para assegurar as suas necessidades de financiamento. Porém, em 2012 o IGCP procedeu a uma emissão de obrigações do Tesouro, testando assim as condições para a emissão futura, e em base mais regular, daqueles títulos em mercado primário. Em janeiro de 2013, a República Portuguesa regressou ao mercado no médio e longo prazos com uma emissão sindicada (não ocorria uma emissão deste tipo desde fevereiro de 2011) – a OT 4,35 de outubro de 2017. Seguiu-se uma nova emissão sindicada em maio, a dez anos (OT 5,65 fevereiro de 2024).

Aproveitando a recuperação do mercado internacional de dívida e, em especial, a descida das taxas internas de rentabilidade da dívida pública Portuguesa, em dezembro foi realizada uma oferta de troca das OT 4,375 junho de 2014, OT 3,6 outubro de 2014 e OT 3,35 outubro de 2015, pelas OT 4,35 outubro de 2017 e OT 4,45 junho de 2018, com o valor de emissão a ascender a €2,676 mil milhões e € 3,966 mil milhões, respetivamente.

Quadro 21 – Montantes Colocados de Obrigações do Tesouro

Unidade: 10^6 Euro

Meses	Valor			
	2010	2011	2012	2013
Janeiro	1.000	1.249	-	2.500
Fevereiro	3.000	3.500	-	-
Março	2.003	1.000	-	-
Abril	2.000	1.645	-	-
Maio	2.116	-	-	3.000
Junho	2.704	-	-	-
Julho	1.680	-	-	-
Agosto	2.669	-	-	-
Setembro	2.075	-	-	-
Outubro	-	-	3.757	-
Novembro	2.467	-	-	-
Dezembro	-	-	-	6.642
TOTAL	21.714	7.394	3.757	12.142

Fonte: IGCP

Quadro 22 – Maturidade e Taxas Ponderadas das Obrigações do Tesouro

10^6 Euro

Taxa Fixa	2011				2012				2013			
	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	2.645	35,8	5,170	5,869	-	-	-	-	-	-	-	-
3 anos	-	-	-	-	3.757	100,0	3,350	5,120	-	-	-	-
4 anos	650	8,8	3,600	5,396	-	-	-	-	5.176	42,6	4,350	4,780
5 anos	3.500	47,3	6,400	6,457	-	-	-	-	3.966	32,7	4,080	4,956
6 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
9 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10 anos	599	8,1	4,800	6,716	-	-	-	-	-	-	-	-
11 anos	-	-	-	-	-	-	-	-	3.000	24,7	5,650	5,669
TOTAL	7.394	100			3.757	100			12.142	100		

Fonte: IGCP

2.3.3. Produtos Financeiros Complexos

A comercialização de produtos financeiros complexos (PFC) assumiu especial relevância no mercado nacional, quer em termos de montantes disponibilizados quer dos montantes efetivamente colocados. O valor das ofertas de emissões³³ superou os €5,5 mil milhões o que representa um forte acréscimo de €2,3 mil milhões comparativamente com o ano anterior. O valor efetivamente colocado mais do que duplicou, o que poderá estar associado a um acréscimo de procura em virtude das reduzidas taxas de remuneração de aplicações alternativas.

Quadro 23 – Montante Máximo Emitido e Valor Colocado de Produtos Financeiros Complexos

Ativo Subjacente	2012				2013			
	Número	Montante máximo de emissão (10 ⁶ €)	Montante Colocado (10 ⁶ €)	Taxa de Colocação (%)	Número	Montante máximo de emissão (10 ⁶ €)	Montante Colocado (10 ⁶ €)	Taxa de Colocação (%)
Ações	29	606,8	208,1	34,3%	36	1529,5	889,1	58,1%
Commodities	6	115,0	34,5	30,0%	7	258,5	246,5	95,3%
Fundos	2	25,0	3,7	14,8%	1	2,0	1,6	80,5%
Índices de Ações	38	903,0	551,9	61,1%	71	2698,0	1880,3	69,7%
Obrigações	34	1469,3	563,3	38,3%	0	0,0	0,0	0,0%
Outros	2	12,0	2,0	16,7%	30	1001,2	514,2	51,4%
Taxas de Câmbio	9	88,8	19,2	21,6%	2	27,8	9,5	34,2%
TOTAL	120	3 219,8	1 382,7	42,9%	147	5 516,9	3 541,1	64,2%

Fonte: CMVM.

Fonte: CMVM

Os principais subjacentes destes PFC foram os índices de ações e as ações que, no seu conjunto, representam 78,2% do montante colocado. Recorde-se que os subjacentes ações e índices de ações permitem ao investidor uma exposição indireta ao mercado acionista quer ao nível da remuneração potencialmente auferida quer ao nível do reembolso do capital na maturidade.

³³ Nesta seção apenas se analisam os seguintes produtos financeiros complexos (emitidos sob a forma de subscrição pública e particular): i) Os instrumentos financeiros derivados e os valores mobiliários de estrutura derivada, com exceção dos certificados que se limitem a replicar fielmente a evolução de um instrumento financeiro que não possa ser considerado um produto financeiro complexo; ii) As obrigações estruturadas; e iii) Outros valores mobiliários representativos de dívida com possibilidade de reembolso abaixo do valor nominal por efeito da sua associação a outro produto ou evento.

Quadro 24 – Valor Máximo de Emissão e Valor Colocado de Produtos Financeiros Complexos Com e Sem Garantia de Capital e de Remuneração

Unidade: 10⁶ €

Unidade: 10 000

Ativo Subjacente	Capital Garantido				Total Capital Garantido	
	Remuneração Mínima Garantida		Remuneração Não Garantida			
	Máximo Emissão	Valor Colocado	Máximo Emissão	Valor Colocado	Máximo Emissão	Valor Colocado
Ações	105,0	59,0	80,0	34,6	185,0	93,6
Commodities			15,0	3,0	15,0	3,0
Fundos					0,0	0,0
Índices de Ações	23,9	11,5	96,0	17,9	119,8	29,4
Obrigações					0,0	0,0
Outros			4,2	4,2	4,2	4,2
Taxas de Câmbio	2,8	2,8			2,8	2,8
Sub-Total	131,6	73,3	195,1	59,6	326,7	132,9
Ativo Subjacente	Capital Não Garantido				Total Capital Não Garantido	
	Remuneração Mínima Garantida (1)		Remuneração Não Garantida			
	Máximo Emissão	Valor Colocado	Máximo Emissão	Valor Colocado	Máximo Emissão	Valor Colocado
Ações			1344,5	795,5	1344,5	795,5
Commodities			243,5	243,5	243,5	243,5
Fundos			2,0	1,6	2,0	1,6
Índices de Ações			2578,2	1850,9	2578,2	1850,9
Obrigações			0,0	0,0	0,0	0,0
Outros			997,1	510,0	997,1	510,0
Taxas de Câmbio			25,0	6,8	25,0	6,8
Sub-Total	0,0	0,0	5.190,2	3.408,2	5.190,2	3.408,2
Total	131,6	73,3	5.385,3	3.467,8	5.516,9	3.541,1

Fonte: CMVM

(1) Garantia de um cupão mínimo, mas sem garantia de capital.

O valor efetivamente comercializado de produtos financeiros complexos sem garantia de capital nem remuneração garantida (entre os quais sobressaem os que têm como subjacente índices de ações e ações) mais do que triplicou face ao ano anterior, representando 96,2% do total. A taxa de colocação destes produtos foi de 66% (o que compara com 49% em 2012), e sinaliza a maior capacidade de colocação de produtos com elevado risco por parte dos intermediários financeiros comercializadores.

Entre os PFC que não oferecem garantia de capital, 84% do montante colocado foi relativo a produtos com alerta vermelho (i.e., com possibilidade de se verificar uma perda de capital igual ou superior à totalidade do capital investido), 13% a produtos com alerta laranja (i.e., em que a perda máxima de capital na maturidade está compreendida entre 10% e 100% do capital investido) e os remanescentes

3% a produtos com alerta amarelo (i.e., com perda máxima de capital na maturidade igual ou inferior a 10% do capital investido).

Quadro 25 – Quota de Mercado por Emitente e por Comercializador de Produtos Financeiros Complexos

Entidade Emitente	Montante máximo de emissão (10⁶ €)	Montante colocado (10⁶ €)
Banco BPI, SA	309,7	80,8
Banco Comercial Português, SA	1.783,7	1.771,2
Banco Invest SA	2,0	0,4
Banco Popular Portugal, SA	10,0	2,3
Barclays Bank PLC	25,0	4,5
BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V.	95,0	70,0
Credit Suisse International	65,0	19,1
db Investor Solutions plc	210,0	200,0
Deutsche Bank AG	2.114,2	1.017,3
Espirito Santo Investment plc	450,6	178,1
ING Bank N.V.	11,0	6,4
Morgan Stanley BV	15,0	10,5
SG Issuer	178,0	81,8
TOTAL	5.269,2	3.442,3
Entidade Comercializadora	Montante máximo de emissão (10⁶ €)	Montante colocado (10⁶ €)
Banco BPI, SA e Banco Português de Investimento, S.A	364,7	98,8
Banco Comercial Português, SA	1.783,7	1.771,2
Banco BEST, S.A.	329,3	131,7
Banco Espírito Santo S.A.	111,3	44,0
Banco Invest SA	2,0	0,4
Banco L. J. Carregosa, S. A.	5,0	2,0
Banco Popular Portugal, SA	10,0	2,3
Banque Privée Espírito Santo SA	10,0	2,4
Barclays Bank plc, sucursal em Portugal	329,0	172,3
Deutsche Bank Aktiengesellschaft – Sucursal em Portugal	2.324,2	1.217,3
TOTAL	5.269,2	3.442,3

Fonte: CMVM

Em 2013, o Banco Comercial Português, SA e o Deutsche Bank apresentam uma quota de mercado

de 81% enquanto emitentes e de 87% enquanto distribuidores.

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 NYSE Euronext Lisbon aumentou de novo. Ao contrário do verificado no ano anterior, quando o segmento de dívida pública conheceu um significativo incremento em resultado de novas emissões e de admissões à negociação de obrigações do Tesouro português, o aumento da capitalização deveu-se em grande medida à valorização da maioria dos instrumentos financeiros admitidos a negociação.

As ações admitidas aos três segmentos de mercado da NYSE Euronext Lisbon contribuíram de forma significativa (+ €16 mil milhões) para a valorização do cabaz de instrumentos admitidos à negociação no mercado português. A capitalização bolsista dos emitentes nacionais (incluindo a EDP Renováveis) ascendeu a €57,8 mil milhões (+ 16,3% do que no final do ano anterior).

No caso da dívida privada, a capitalização bolsista aumentou cerca de €2,4 mil milhões, muito influenciada pela emissão de obrigações pelos bancos. A capitalização bolsista de certificados também aumentou, mas no segmento de warrants assistiu-se a uma nova redução. O número de warrants admitidos a negociação foi superior ao do ano anterior (+133,0%), mas apenas cerca de um em cada três foi considerado para o cálculo da capitalização do segmento uma vez que os demais não formaram cotação. Idêntica situação contribui para explicar a diminuição verificada na capitalização bolsista de ETF uma vez que o número de instrumentos admitidos a negociação foi equivalente ao do ano anterior.

Quadro 26 – Capitalização Bolsista

Unidade: 10⁶ Euro

	2011		2012		2013		Var. %	Var. %
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	(2011-12)	(2012-13)
Obrigações	65.453,4	38,4	91.084,9	43,3	93.691,3	40,9	39,2	2,9
Dívida Pública	59.247,5	34,7	84.082,2	39,9	84.253,5	36,7	41,9	0,2
O. Fundos Públicos e Equip.	0,0	0,0	0,0	0,0	5,6	0,0	-	-
Diversas	6.205,9	3,6	7.002,7	3,3	9.432,2	4,1	12,8	34,7
Ações	102.752,0	60,2	117.504,5	55,8	132.620,6	57,8	14,4	12,9
PSI 20	45.929,3	26,9	45.884,2	21,8	54.081,1	23,6	-0,1	17,9
Outras	56.822,8	33,3	71.620,3	34,0	78.539,5	34,3	26,0	9,7
TP e UP	187,3	0,1	165,5	0,1	341,9	0,1	-11,7	106,6
Direitos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Warrants	781,5	0,5	282,5	0,1	261,4	0,1	-63,9	-7,5
Certificados	1.360,4	0,8	1.490,9	0,7	2.364,7	1,0	9,6	58,6
Convertíveis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
ETF	16,9	0,0	18,7	0,0	4,9	0,0	10,4	-73,6
TOTAL	170.551,6	100,0	210.546,9	100,0	229.284,8	100,0	23,5	8,9
<i>Euronext Lisbon</i>	167.660,7	98,3	207.967,8	98,8	226.057,0	98,6	24,0	8,7
<i>EasyNext Lisbon</i>	2.890,9	1,7	2.571,4	1,2	3.220,1	1,4	-11,1	25,2
<i>AlterNext Lisbon</i>	-	-	7,7	-	7,7	-	-	-

Fonte: NYSE Euronext Lisbon

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

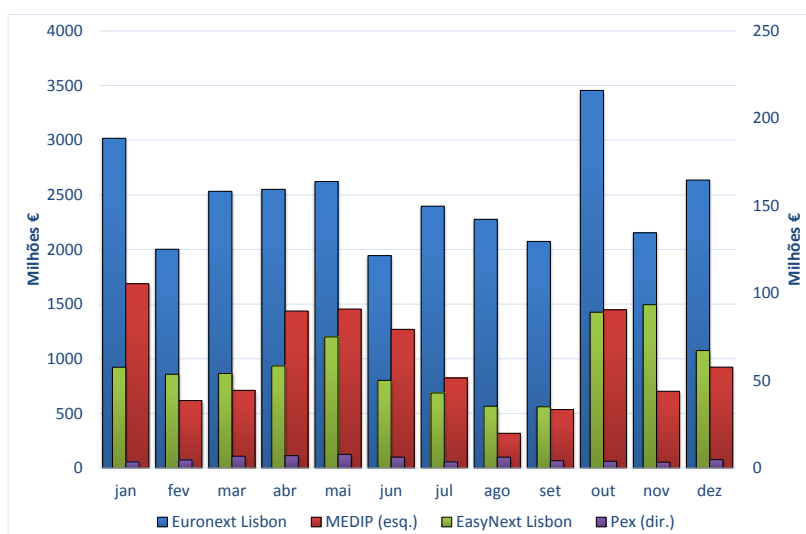
2.4.1.2 Negociação

Existem cinco estruturas de negociação em Portugal: o mercado regulamentado NYSE Euronext Lisbon e os Sistemas de Negociação Multilateral Easynext Lisbon e AlterNext Lisbon geridos pelo NYSE Euronext, o mercado regulamentado de dívida pública MEDIP sob gestão da MTS Portugal e o Sistema de Negociação Multilateral PEX gerido pela OPEX. O valor global transacionado nestes mercados aumentou 23%, o que contrasta com a queda de 22% verificada no ano anterior. Aquele aumento foi suportado por um crescimento expressivo dos montantes transacionados nas sessões normais da Euronext Lisbon e no MEDIP, uma vez que a negociação diminuiu significativamente nas sessões especiais da Euronext Lisbon.

Foram realizadas oito sessões especiais de bolsa (menos três que no ano anterior), onde foram negociados €1,2 mil milhões (-65% face a 2012), referentes à OPS da Mota Engil, SGPS, SA, à OPS do Sport Lisboa e Benfica, Futebol SAD, três (duas OPS e uma OPT) ao Banif, SA, duas às OPS dos CTT, Correios de Portugal, SA e uma à OPS do Fundo de Participação Caixa Económica Montepio Geral. Três sessões visaram obrigações, quatro foram relativas a ações e uma a unidades de participação.

O montante transacionado em ações na NYSE Euronext Lisbon aumentou 30%. Entre os demais segmentos (de dimensão consideravelmente inferior) sobressai o decréscimo de 35% ocorrido nas obrigações. Na EasyNext Lisbon, onde estão admitidas à negociação ações, obrigações, warrants e certificados, o valor negociado mais que duplicou para €715,8 milhões. Os aumentos verificados refletiram a valorização das cotações dos títulos admitidos a negociação, mas também os aumentos das quantidades transacionadas.

Gráfico 74 - Evolução Mensal do Volume de Transações em Mercado Secundário



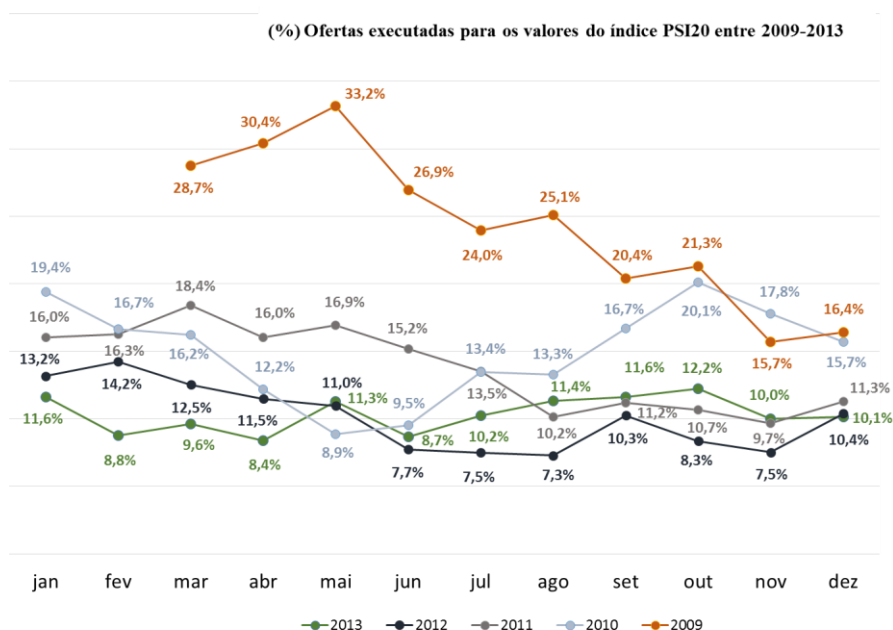
Fonte: NYSE Euronext, MEDIP, PEX; Cálculos CMVM

No MEDIP, o aumento expressivo dos valores transacionados prende-se essencialmente com uma maior confiança por parte dos investidores em relação à qualidade creditícia do Tesouro português. No entanto, os valores transacionados permanecem em níveis reduzidos desde o início do PAEF.

Uma breve análise da NYSE Euronext Lisbon ao nível da negociação de ações desde 2009 revela que a tendência dominante tem sido de diminuição do rácio de ordens executadas por ordens lançadas, fenómeno que estará relacionado com o aparecimento da atividade de *algo-trading* e *high frequency trading*. Da observação relativa ao ano de 2013 verifica-se uma inversão face aos anos mais recentes, tendo-se interrompido a queda deste rácio podendo indiciar um amadurecimento das atividades que conduziram à queda no rácio. De facto, em 2013, ano de recuperação de volume e de preço no PSI20, 10,2% das ordens lançadas transformaram-se em negócios, uma percentagem superior ao valor médio

de 2012 que havia sido de 9,8% mas ainda muito distante, dos valores médios que em 2009 que rondaram os 23,2%.

Gráfico 75 - Ordens Executadas como percentagem do total de ordens – Ações do PSI20



Fonte: Euronext, cálculos CMVM

2.4.1.2.1 NYSE Euronext Lisbon

O valor transacionado nas sessões normais do mercado regulamentado a contado da NYSE Euronext Lisbon cresceu 37,3% face ao ano anterior para €28.810,6 milhões.

Quadro 27 - Valor de Transações no Mercado Secundário a Contado

Unidade: 10⁶ Euro

Segmentos	2011		2012		2013	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Euronext Lisbon	28.335,5	66,9	20.969,2	63,5	26.637,0	65,6
Sessões Especiais	1.225,5	2,9	3.500,4	10,6	1.230,1	3,0
MEDIP	12.128,0	28,6	8.160,5	24,7	11.930,5	29,4
Total Mercado Regulamentado	41.689,0	98,4	32.630,1	98,8	39.797,6	98,1
Alternext Lisbon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EasyNext Lisbon	462,1	1,1	336,9	1,0	715,8	1,8
Pex	216,6	0,5	64,5	0,2	62,3	0,2
Total Sistemas de Negociação Multilateral	678,7	1,6	401,5	1,2	778,1	1,9
Total Geral	42.367,7	100,0	33.031,5	100,0	40.575,7	100,0

Fonte. NYSE Euronext Lisbon

O setor da banca continuou a ser o mais relevante em termos de valor transacionado de ações na NYSE Euronext Lisbon, seguido dos setores das telecomunicações e das indústrias petrolíferas e de gás. O aumento das quantidades transacionadas de ações no mercado principal da NYSE Euronext Lisbon resultou essencialmente do forte incremento da negociação das vinte ações mais líquidas.

No conjunto das vinte ações mais negociadas, o turnover médio aumentou, após a queda do ano anterior, o que indicia um aumento da liquidez e da profundidade da negociação. Ao contrário do que sucedeu em anos anteriores, estes títulos foram negociados em todas as sessões em que estiveram admitidos à negociação, sinalizando uma elevada frequência diária de negociação. As ações menos líquidas transacionaram, em média, em cerca de duas de cada três sessões de bolsa e o turnover médio mais que duplicou.

Quadro 28 - Indicadores da Evolução da Liquidez das Ações Admitidas na NYSE Euronext Lisbon

	2011	2012	2013	Var. % (2012-13)
20 Ações mais Transacionadas				
Quantidade	17 830 305 509	26 150 240 595	57 047 179 637	118,2%
Valor (<i>milhões de Euro</i>)	27 685	20 101	28 340	41,0%
Quota (Quantidade)	98,3%	98,8%	98,9%	0,1%
Quota (Valor)	99,3%	99,5%	98,9%	-0,6%
<i>Turnover</i> Médio ⁽¹⁾	42,9%	33,9%	48,4%	42,7%
Frequência Média de Negociação ⁽²⁾	99,9%	100,0%	100,0%	0,0%
Restantes Ações Admitidas na NYSE Euronext Lisbon				
Quantidade	315 497 218	305 966 191	608 510 934	98,9%
Valor (<i>milhões de Euro</i>)	208	103	312	202,5%
Quota (Quantidade)	1,7%	1,2%	1,1%	-8,7%
Quota (Valor)	0,7%	0,5%	1,1%	113,3%
<i>Turnover</i> Médio ⁽¹⁾	5,0%	6,1%	13,1%	113,4%
Frequência Média de Negociação ⁽²⁾	50,6%	63,3%	65,0%	2,6%

Fonte: NYSE Euronext Lisbon.

Legenda: ⁽¹⁾ O *Turnover* Médio é a média simples do *turnover* do conjunto de ações a que se refere; o *turnover* é o rácio entre a quantidade transacionada 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 ações a que se refere; a "frequência de negociação" é o rácio entre o número de sessões em que a ação negociou e o número de sessões em que esteve admitida à negociação.

O indicador *turnover* do segmento acionista aumentou 24,7 p.p. e atingiu o valor mais elevado dos últimos dez anos. Esta recuperação do índice *turnover* poderá representar uma inversão da tendência de queda da liquidez do mercado acionista verificada nos últimos anos e que ficou associada à crise financeira. O índice *turnover* nos segmentos de *warrants* e certificados caiu de forma significativa, enquanto no segmento de dívida pública se manteve reduzido (o maior número de negócios efetuados incidu sobre empresas de maior dimensão do índice de referência nacional). Por seu lado, o *turnover* no segmento de *exchange traded funds (ETF)* teve um forte incremento em resultado das variações positivas das cotações e destaca-se em relação aos demais segmentos. Contudo, existem apenas três ETF admitidos à negociação, pelo que continua a persistir uma base reduzida de negociação.

Quadro 29 - Turnover por Segmentos de Mercado

	2011	2012	2013	Var (2011-12)	Var (2012-13)
Dívida Pública	0,1%	0,5%	0,3%	0,44 p.p.	-0,22 p.p.
Obrigações Diversas	0,3%	0,3%	0,2%	-0,01 p.p.	-0,04 p.p.
Ações	49,7%	43,9%	68,7%	-5,82 p.p.	24,74 p.p.
Títulos de Participação	1,9%	1,1%	0,4%	-0,76 p.p.	-0,75 p.p.
Unidades de Participação	0,6%	0,2%	3,4%	-0,38 p.p.	3,16 p.p.
<i>Warrants</i>	70,9%	81,6%	41,1%	10,68 p.p.	-40,46 p.p.
Certificados	17,3%	45,3%	30,8%	28,01 p.p.	-14,58 p.p.
ETF	417,9%	192,0%	482,2%	-225,93 p.p.	290,24 p.p.

Fonte: NYSE Euronext Lisbon, cálculos CMVM.

2.4.1.2.2 MEDIP

O montante negociado no MEDIP cresceu 46,2% face a 2012, verificando-se um incremento nos segmentos de obrigações e de bilhetes do Tesouro na ordem de 121,7% e 22,1%, respetivamente. O aumento no valor transacionado resultou da maior procura por parte de investidores institucionais de obrigações do Tesouro português e da melhoria do sentimento de mercado em geral. O regresso do Estado à colocação de dívida em mercado primário também terá contribuído para o aumento da procura. O peso das obrigações do Tesouro no total transacionado no MEDIP ascendeu a 36,7% (24,2% no ano anterior), refletindo um movimento de realocação da negociação em dívida do curto para o longo prazo.

2.4.1.2.3 PEX

O valor negociado no PEX diminuiu ligeiramente face ao ano transato (-3,4%). As obrigações foram o único tipo de instrumento financeiro a ser transacionado neste sistema de negociação multilateral. O maior e o menor valor transacionado ocorreram em maio e novembro, respetivamente.

2.4.1.2.4 Admissões e Exclusões da Negociação em Bolsa

Foram realizadas 171 admissões à negociação no mercado principal da NYSE Euronext Lisbon (375 em 2012) e 173 exclusões (409 em 2012). À semelhança do ano passado, o maior número de eventos verificou-se no papel comercial, seguido do segmento de obrigações. Verificaram-se ainda outras duas admissões, uma de ações dos CTT e outra de *Unidades de Participação* representativas do Fundo de

Participação Caixa Económica Montepio Geral, e duas exclusões de ações do Banco Popular Español e da Brisa. Na EasyNext Lisbon, e também no segmento de ações, registou-se uma admissão (HQ Life) e duas exclusões (Progado Sociedade Produtora de Rações e a Rações Progado Centro-Sul). Na Alternext ocorreu uma admissão (Nexponor), não se tendo registado qualquer exclusão. A ISA-Intelligent Sensing Anywhere é a outra empresa que se encontra admitida à negociação na Alternext.

Dos valores mobiliários representativos de dívida privada excluídos do mercado regulamentado, 28 correspondiam ao setor da banca, maioritariamente do BES Finance. A exclusão destes títulos deveu-se ao facto de terem atingido a maturidade, ao reembolso antecipado da totalidade da emissão ou à recompra por parte do emitente e consequente pedido de exclusão.

Quadro 30 – Valores Mobiliários Admitidos e Excluídos no Mercado da NYSE Euronext Lisbon

	Número de Admissões			Número de Exclusões	
	Euronext Lisbon	EasyNext Lisbon	Alternext Lisbon	Euronext Lisbon	EasyNext Lisbon
Ações	2	1	1	2	2
Obrigações	46	4	0	37	2
Papel Comercial	118	0	0	130	0
Títulos de Participação	0	0	0	0	0
Unidades de Participação	1	0	0	0	0
<i>Warrants</i> Autónomos	0	1.994	0	0	1394
<i>Warrants</i> Estruturados	0	2.147	0	0	1967
Direitos	4	0	0	4	0
Certificados	0	0	0	0	10
TOTAL	171	4.146	1	173	3.375

Fonte: NYSE Euronext Lisbon

2.4.2. Mercado a Prazo

2.4.2.1. Mercado de Futuros e Opções

O valor transacionado em futuros quase duplicou em relação ao ano anterior, e atingiu cerca de €682 milhões. Este acréscimo deveu-se aos contratos de futuros sobre o índice PSI20, na medida em que as transações de futuros sobre ações individuais permaneceram em níveis residuais. É ainda de referir que desde 2004, data da migração da plataforma do mercado a prazo para a Euronext Liffe, deixaram de estar admitidas à negociação quaisquer contratos de opções.

Quadro 31 – Negociações em Contratos de Futuros

Contrato de Futuros	Posições Abertas (final de ano)	Número de Negócios	Número de Contratos	Valor Transacionado (10^6 Euro)
PSI-20				
2011	4.389	2.008	77.939	528,0
2012	6.431	1.255	66.279	348,0
2013	10.934	2.074	112.489	681,8
Acções				
2011	60	83	23.188	2,7
2012	0	51	1.241	0,6
2013	0	27	372	0,2
TOTAL				
2011	4.449	2.091	101.127	530,8
2012	6.431	1.306	67.520	348,6
2013	10.934	2.101	112.861	682,0

Fonte. NYSE Euronext Lisbon

2.4.2.2. Mercado de Derivados do MIBEL

No Mercado de Derivados do Mercado Ibérico de Eletricidade (MIBEL), gerido pelo OMIP – Pólo Português, SGMR (OMIP), encontram-se admitidos à negociação contratos de futuros sobre eletricidade, com preço de referência da zona espanhola (SPEL) e da zona portuguesa (PTEL), ambos com liquidação física e financeira ou exclusivamente financeira. São disponibilizados contratos sobre praticamente toda a curva de maturidades, desde a diária até à anual (dia, fim de semana, semana, mês, trimestre e ano), períodos de entrega que abarcam as 24 horas, de todos os dias de segunda-feira a domingo (carga base), ou períodos de entrega correspondentes apenas a 12 horas, entre as 8:00 e as 24:00, de segunda-feira a sexta-feira (carga ponta).

À semelhança do ocorrido em anos anteriores, foram realizados leilões de venda de energia de Produção em Regime Especial (PRE). Estes leilões correspondem a um mecanismo regulado de venda de PRE, por parte da EDP – Serviço Universal, SA (comercializador de último recurso português), mediante a venda de contratos de futuros com entrega em Portugal (MIBEL PTEL Físicos). A realização destes leilões foi determinada pela ERSE – Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, tendo o OMIP sido indicado como entidade responsável pela sua organização. Foram realizados quatro leilões de venda de energia de PRE em março, junho, setembro e dezembro, tendo

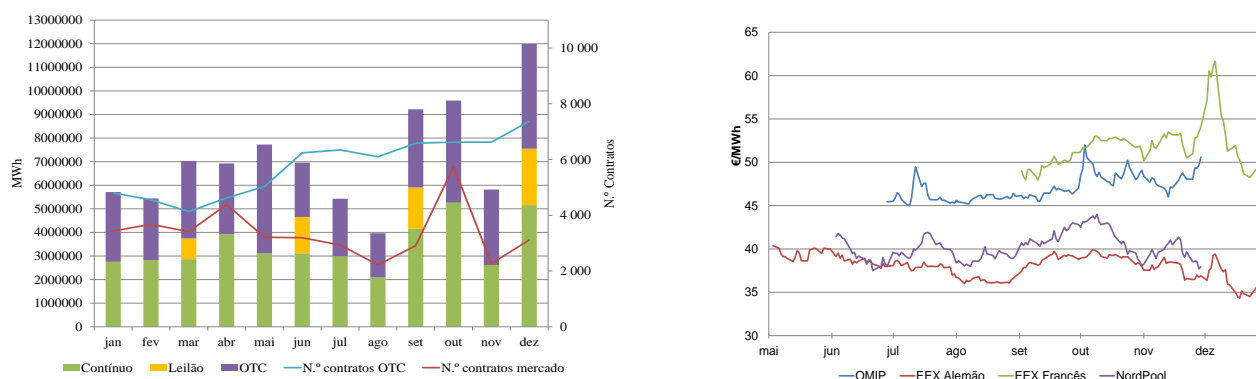
sido leiloados os contratos trimestrais relativos a 2013 e os relativos ao primeiro e ao segundo trimestres de 2014, bem como o contrato anual relativo a 2014. O volume negociado em leilões da PRE durante 2013 atingiu o valor de 5.694 GWh (5.665 GWh no ano anterior).

Adicionalmente, em dezembro de 2013 teve lugar o primeiro leilão de direitos financeiros de utilização da capacidade de interligação, designados de FTR – *Financial Transmission Rights*, para efeitos de cobertura do risco do diferencial de preço entre Portugal e Espanha, apurado no mercado à vista de eletricidade. Este leilão surge na sequência dos trabalhos desenvolvidos pelo CR MIBEL com vista à implementação de uma solução harmonizada para a gestão a prazo da interligação a nível ibérico. No primeiro leilão dos contratos FTR, para cada sentido do fluxo na interligação Portugal – Espanha foram leiloados 200 contratos FTR (para o primeiro trimestre de 2014), com um volume associado de 432 GWh.

No que respeita à negociação em mercado, estiveram admitidos à negociação 937 contratos de futuros, dos quais 507 SPEL Base, 347 SPEL Ponta e 83 PTEL Base. O volume negociado em contínuo no mercado de derivados do MIBEL aumentou para 40.882 GWh (32.816 GWh em 2012).

Os contratos de entrega trimestral e anual continuaram a ser os mais negociados. Verificou-se, contudo, um ligeiro aumento da negociação em mercado dos contratos SPEL Base com entrega semanal e anual, quer em número de contratos quer em energia negociada, e a uma ligeira diminuição da negociação dos contratos SPEL Base com entrega trimestral.

Gráfico 76 - Evolução da Negociação no Mercado a Prazo MIBEL (esq.) e Preço do contrato de futuros mês dezembro 2013 nos mercados a prazo (dir.) – 2013

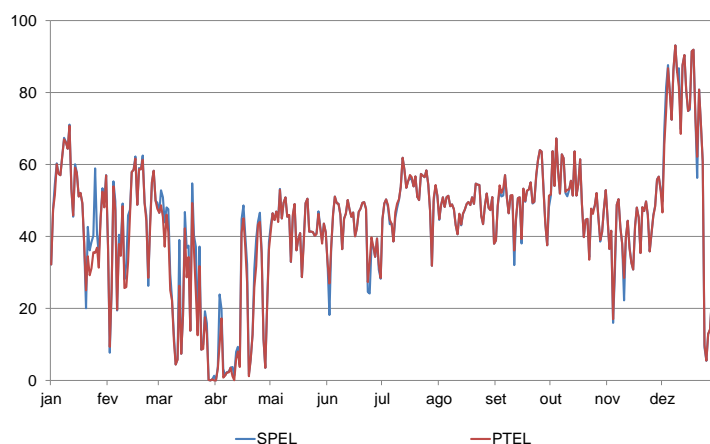


Fonte: OMIP e Bloomberg.

A negociação OTC de contratos de futuros aumentou cerca de 36% em termos de volume de energia, atingindo os 38.359 GWh, correspondentes a 69.021 contratos registados de futuros SPEL Base, SPEL Ponta e PTEL Base. Ao contrário do ocorrido em anos anteriores, foram registados negócios bilaterais sobre contratos de futuros SPEL Ponta (163 contratos). Continuou a não haver registo de contratos *Forward* e *Swaps*.

A média aritmética dos preços diários da zona portuguesa (€43,63/MWh) foi inferior à dos preços diários da zona espanhola (€44,26/MWh), situação contrária à ocorrida no ano anterior. Em geral, os preços nas duas zonas foram iguais, mas em 31% das sessões o preço da zona portuguesa foi inferior ao da zona espanhola. A volatilidade dos preços foi ligeiramente superior em Portugal (40,4% *versus* 39,5%).

Gráfico 77 - PTEL e SPEL no mercado à vista (€/MWh) – 2013



Fonte: OMIE

2.4.3. Sistema Centralizado de Valores Mobiliários

No final do ano encontravam-se registadas na Central de Valores Mobiliários (CVM) 3.296 emissões de valores mobiliários, mais 14% do que no final do ano anterior. Dessas emissões, 38% correspondiam a warrants, 35% a obrigações (na sua quase totalidade obrigações privadas), 15% a ações e 8% a certificados.

Quadro 32 - Valores Mobiliários Integrados na Central de Valores Mobiliários

VALORES MOBILIÁRIOS	Número de Emissões			Quantidade Integrada					
	2011	2012	2013	2011		2012		2013	
				Milhões Unidades	Valor (10^6 €)	Milhões Unidades	Valor (10^6 €)	Milhões Unidades	Valor (10^6 €)
Acções	513	506	504	239.991	51.493	256.336	49.913	358.376	52.675
Obrigações	1.522	1.370	1.163	10.520.267	248.544	9.444.426	231.704	9.357.956	219.821
Dívida Pública	20	17	17	10.395.256	105.253	9.363.838	93.638	9.277.351	92.774
Outras	1.400	1.255	1.146	125.011	83.360	80.587	85.008	80.604	127.048
Ob.Titularizadas (a)	54	48		0	25.991	0	18.312	--	--
Escriturais	54	48		0	25.991	0	18.312	--	--
Ob.Hipotecárias (b)	48	50		1	33.940	1	34.746	--	--
TP	4	4	4	10.716	107	10.716	107	10.716	107
UP	21	17	19	627	0	641	0	875	0
Warrants	880	548	1.261	622	0	319	0	658	0
Certificados	229	276	277	218	0	343	0	446	0
VMOC	2	2	1	125	125	125	125	55	55
VMOC EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.Estruturados	10	9	13	0	0	0	0	0	0
Papel Comercial	54	138	42	40.000	5.493	1	5.532	0	3.858
Outros val. Destacados	1	1	1	0	300	0	300	0	300
Bilhetes do Tesouro (c)		10	11	0	0	19.871	19.871	19.776	19.776
TOTAL	3.236	2.881	3.296	10.812.567	306.062	9.732.778	307.552	9.748.858	296.592

Fonte: CVM

Notas: a) e b) nas estatísticas da Interbolsa, por razões operacionais, as Obrigações Titularizadas e Hipotecárias passam a ser integradas nas obrigações; c) Os Bilhetes do tesouro foram integrados na Interbolsa a 1 de dezembro de 2012.

A quantidade de valores mobiliários integrados na CVM caiu 0,17%, e correspondem essencialmente a obrigações de dívida pública. As emissões de papel comercial foram integradas na Interbolsa a 5 de dezembro de 2008, encontrando-se no final do ano registadas na CVM 42 emissões.

A quantidade de valores mobiliários envolvidos em operações garantidas e operações não garantidas liquidadas através do sistema de liquidação geral da Interbolsa diminuiu cerca de 14% face a 2012, atingindo o valor de 73.898.191 milhares de unidades. Nas operações garantidas verificaram-se variações positivas nas operações sobre unidades de participação (221,4%), ações (100,7%) e certificados (20,9%). As operações não garantidas aumentaram 79,1% (+92% no caso de ações e +1,8% no caso de obrigações).

O número de liquidações denominadas em euro realizadas em Sistema de Liquidação *real time* (SLrt), que processa operações relacionadas com a liquidação de operações de compra e venda realizadas fora de mercado, aumentou 23,2%.

2.4.4. Ofertas Públicas

2.4.4.1 Ofertas Públicas de Aquisição

2.4.4.1.1. De ações representativas do capital social de sociedades abertas

Em 2013 foi preliminarmente anunciada a oferta pública de aquisição geral e voluntária sobre ações representativas do capital social da Sonaecom - SGPS, SA (Sonaecom), a lançar pela própria Sonaecom, que assim se assumiu simultaneamente como oferente e sociedade visada. A oferta foi lançada já em 2014 e embora geral, apenas pode ser aceite pelos detentores das remanescentes 88.479.227 ações ordinárias, escriturais e nominativas, com o valor nominal unitário de €1, representativas de 24,16% do capital social da Sonaecom.

Não obstante ter sido preliminarmente anunciada, ainda em 2012 e em cumprimento de exigência legal, uma oferta pública de aquisição sobre o capital social da sociedade Os Belenenses - Sociedade Desportiva de Futebol, SAD, no final de 2013 não tinham ainda sido concluídos os procedimentos relativos ao registo da oferta dado que, tendo sido solicitada a intervenção do auditor para determinação da contrapartida, não foi ainda divulgado o resultado da sua análise.

2.4.4.1.2. De dívida

À semelhança do verificado nos dois anos precedentes, também em 2013 se verificou o lançamento de uma oferta pública de aquisição destinada à (re)compra de valores mobiliários representativos de dívida. A oferta teve a particularidade de atribuir aos destinatários, detentores de dívida emitida pelo Banif - Banco Internacional do Funchal, SA, Banif Finance, Ltd e Banif - Banco de Investimento SA, a possibilidade da sua troca por ações ordinárias, a emitir pelo Banif - Banco Internacional do Funchal, SA.

Quadro 33 – Ofertas Públicas de Aquisição em 2013

Sociedade Oferente	Sociedade Visada	Tipo	Nº valores mobiliários a adquirir	Preço (Euros)	Valor Previsto (10 ³ Euros)	Valor Final (10 ³ Euros)	Sucesso (%)
BANIF - Banco Internacional do Funchal, S.A.	Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A.	OPA voluntária, sobre valores mobiliários emitidos pelo Banif, Banif Finance e Banif-Banco de Investimento, mediante a entrega de até 19.865.190.188 ações a emitir pelo Banif - sessão especial de bolsa	782.653 (1)	n.a (2)	n.a (2)	n.a (2)	29,4%

Fonte: CMVM

Legenda: Correspondentes a 15 categorias de valores mobiliários; A contrapartida consistiu na emissão de novas ações.

2.4.4.2 Ofertas Públicas de Venda

A privatização dos CTT foi a primeira operação de oferta pública e de subsequente admissão a mercado regulamentado realizada nos últimos cinco anos (desde a oferta pública de subscrição inicial da EDPR em 2008). A operação incluía uma oferta pública de venda (OPV) a trabalhadores e ao público em geral e uma oferta internacional a investidores qualificados. No total, foram privatizados 70% do capital social dos CTT e a OPV incidiu sobre 14% do capital social (21 milhões de ações). O intervalo de preços anunciado para esta oferta foi entre €4,10 e €5,52. O preço das ações destinadas ao público em geral foi fixado nos €5,52. O preço para a oferta destinada a trabalhadores teve um desconto de 5% face ao preço para o público em geral.

Também foi realizada a oferta pública de venda a trabalhadores da ANA, sem necessidade de prospeto, no âmbito do processo de privatização realizado mediante a alienação de ações representativas da totalidade do capital social desta sociedade. A operação incluiu a venda por negociação particular de ações representativas de 95% do capital e direitos de voto da ANA, SA à VINCI Concessions Portugal, SGPS, SA e a OPV a trabalhadores dos restantes 5%. A OPV a trabalhadores teve por objeto 2.000.000 de ações de que foram apenas alienadas 9.770 ações. O preço para a oferta destinada a trabalhadores teve um desconto de 5% sobre o preço de aquisição individual pago pela Vinci (que foi de €28,1772 por ação).

Quadro 34 – Ofertas Públicas de Venda em 2013

Unidade: 10³ Euro

Entidade Oferente	Sociedade	Período da Oferta	Valor Final
PARPÚBLICA – Participações Públicas (SGPS) S	CTT - Correios de Portugal, SA	de 19 de novembro a 2 de dezembro	115.341,9
PARPÚBLICA – Participações Públicas (SGPS) S	ANA – Aeroportos de Portugal, S.A.	de 24 de setembro a 7 de outubro	261,4
TOTAL			115.603,3

Fonte: CMVM

2.4.4.3 Publicidade de Ofertas Públicas

O ano foi caracterizado por uma redução do número de peças publicitárias objeto de aprovação, quer nos segmentos de ofertas a trabalhadores, quer no de ofertas com passaporte do prospeto ou com prospeto aprovado pela CMVM. Nestas últimas, tiveram maior importância as peças relacionadas com a oferta pública de venda dos CTT, com o aumento de capital do BANIF e com as emissões de obrigações efetuadas pela Mota-Engil e pela Benfica, SAD.

Quadro 35 - Aprovação de Peças Publicitárias

	2011	2012	2013
Ofertas a trabalhadores	12	18	7
Ofertas com prospeto aprovado pela CMVM	40	98	88
Ofertas com passaporte do prospeto	39	66	14

Fonte: CMVM

2.4.4.4 Passaporte Europeu do Prospeto

O número de passaportes recebidos de autoridades congéneres diminuiu de novo, tendo sido recebidas 92 notificações de prospectos aprovados por outras autoridades do Espaço Económico Europeu. Nem todos os prospectos aprovados por outras autoridades e objeto de passaporte para Portugal são efetivamente utilizados. Naqueles que o são, nota-se a prevalência de emitentes do setor financeiro nomeadamente na oferta de produtos financeiros complexos.

Oito dos passaportes recebidos estão relacionados com emitentes portugueses, cinco dos quais do setor financeiro (Banco Comercial Português, SA, Banco BPI, SA, Banco Espírito Santo, SA, Banco

Espírito Santo de Investimento, SA e Banif – Banco Internacional do Funchal, SA). Os três emitentes do setor não financeiro (incluindo duas sociedades veículo a eles associadas) foram a Brisa - Concessão Rodoviária, SA com o €3.000.000.000 *Euro Medium Term Note Programme*, a EDP – Energias de Portugal, SA e a EDP Finance BV com o €12.500.000.000 *Programme for the Issuance of Debt Instruments*, e a REN – Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA e a REN Finance, BV, com o €5,000,000,000 *Euro Medium Term Note Programme*, mas nenhuma destas sociedades usou o prospeto aprovado por outra autoridade congénere para a realização de ofertas públicas em Portugal.

2.4.5. Declarações de Perda da Qualidade de Sociedade Aberta

Em 2012 foi apresentado pedido de perda de qualidade de sociedade aberta da Brisa - Auto Estradas de Portugal, SA na sequência da oferta pública de aquisição lançada sobre o capital social daquela sociedade, tendo este sido deferido já no decurso do segundo trimestre de 2013. O pedido tinha sido apresentado nos termos da al. a) do n.º 1 do art.º 27.º do CodVM, pelo que foi deferido na sequência da implementação de um mecanismo de saída e de determinação da contrapartida compatíveis com o disposto no art.º 188.º do CodVM ou com o n.º 2 do art.º 490.º do Código das Sociedades Comerciais, destinado, pelo menos, aos acionistas que não venderam as suas ações na oferta pública de aquisição. No decurso de 2013 não foi apresentado nenhum outro pedido de perda de qualidade de sociedade aberta.

2.4.6. Aquisições Potestativas Tendentem ao Domínio Total

Em 2013 não foi concedido qualquer registo de aquisição potestativa tendente ao domínio total.

2.5 INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

2.5.1. Receção de Ordens por Conta de Outrem

Embora o número de ordens tenha diminuído em todos os segmentos com exceção dos outros valores mobiliários, o ano ficou marcado por um aumento no valor médio das ordens transmitidas pelos investidores aos intermediários financeiros nacionais nos segmentos de obrigações de dívida pública,

de ações, de warrants autónomos e de outros valores mobiliários.

O valor das ordens recebidas de investidores não residentes aumentou de forma mais expressiva do que o das recebidas de residentes. Entre os investidores residentes, o valor das ordens rececionadas de clientes não institucionais teve um crescimento mais forte do que o de institucionais, situação oposta à verificada no caso dos investidores não residentes.

Quadro 36 - Ordens Recebidas por Valor Mobiliário

	N.º de Ordens			Valor (10 ⁶ Euro)			Var. % (2012-13)	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	N.º	Valor
Ações	2.457.396	1.845.404	1.809.908	52.378,9	43.872,5	45.976,8	-1,9	4,8
Dívida Pública	15.022	35.059	27.294	14.302,2	38.711,1	55.783,5	-22,1	44,1
Dívida Privada	119.419	228.907	190.441	36.590,5	77.813,9	60.609,2	-16,8	-22,1
Warrants Autónomos	164.629	113.964	102.076	621,6	339,3	343,8	-10,4	1,3
Outros Valores Mobiliários	175.980	149.816	166.018	4.454,3	21.431,5	40.968,6	10,8	91,2
TOTAL	2.932.446	2.373.150	2.295.737	108.347,5	182.168,3	203.681,9	-3,3	11,8

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 21/01/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

Nota: para evitar dupla contagem excluíram-se ordens transmitidas por intermediários financeiros nacionais a outros intermediários financeiros.

O aumento do valor médio das ordens rececionadas foi mais intenso nos segmentos de dívida pública e de outros valores mobiliários. No segmento de dívida pública, a diminuição percecionada pelos investidores residentes e não residentes do risco de crédito das obrigações de dívida pública portuguesa, acompanhada por uma atrativa remuneração, terá contribuído para a quase duplicação do valor médio das ordens no último ano. As ordens recebidas e executadas “fora do mercado”, em linha com as características de negociação do valor mobiliário, representaram 95,2% do total das ordens para este segmento.

O valor das ordens recebidas sobre ações aumentou menos do que o crescimento dos preços destes ativos financeiros na generalidade dos mercados acionistas, incluindo em Portugal, o que sugere alguma retração na negociação em ações. No entanto, como anteriormente referido, a liquidez aumentou no mercado acionista em Portugal e noutros mercados europeus, pelo que terão aumentado as ordens transmitidas a intermediários financeiros não nacionais (supervisionados pelo país de origem e que não têm obrigação de reporte de informação à CMVM). Ainda assim, aumentou o valor das ordens emitidas por investidores residentes não institucionais (40%) e por gestores de ativos residentes (45%). As ordens sobre ações executadas nos mercados internacionais corresponderam a 44% do total

e as dirigidas para os mercados da NYSE Euronext Lisbon a 36%. Num recuo de importância em relação ao ano anterior, as ordens rececionadas e executadas “fora do mercado” representaram 20% do total.

Os investidores revelaram uma menor apetência pela negociação de dívida privada, porventura em consequência da atratividade das emissões de dívida soberana. No entanto, este tipo de dívida continuou a ter a maior representatividade em termos de valor das ordens rececionadas pelos intermediários financeiros nacionais, em resultado da sua remuneração face a outros produtos financeiros, nomeadamente depósitos a prazo. A queda do valor das ordens emitidas por residentes sobre dívida privada (-25%) foi superior à registada no caso dos não residentes (-14%). A negociação “fora de mercado” aumentou de importância relativa para os 83,4% do total de ordens sobre dívida privada, com os consequentes reflexos em termos de transparência ao nível da formação de preços.

Nos *warrants* autónomos assistiu-se ao aumento do valor médio das ordens de aproximadamente €400 euros face ao ano anterior. Este mercado continua a apresentar uma característica muito particular face aos demais segmentos, já que nele atuam fundamentalmente investidores particulares residentes.

O valor das ordens dirigidas aos intermediários financeiros nacionais sobre instrumentos financeiros derivados continuou reduzido face a um passado recente, particularmente no que respeita ao mercado de futuros. Em 2010 e 2011, o valor das ordens recebidas relativas a futuros ascendeu respetivamente a €229 mil milhões e €220 mil milhões. No entanto, o valor das ordens sobre instrumentos derivados teve um ligeiro aumento face a 2012 em resultado do aumento do valor das ordens provenientes de investidores institucionais não residentes.

O valor das ordens sobre instrumentos derivados dirigidas aos mercados internacionais e aos mercados nacionais aumentaram, enquanto as destinadas ao “fora de mercado” e à “internalização” diminuíram.

Quadro 37 – Valor das Ordens Recebidas por Instrumento Financeiro Derivado

Unidade: 10⁶

Unidade: 10 ⁶ Euro								
	2011	%	2012	%	2013	%	Var.%(2011-12)	Var.%(2012-13)
Futuros	200.342,9	72,2	75.609,5	52,9	83.145,9	57,1	-62,3	10,0
Contratos por Diferenças	58.830,4	21,2	55.056,1	38,5	52.324,4	35,9	-6,4	-5,0
Opções	545,0	0,2	346,9	0,2	77,8	0,1	-36,4	-77,6
Outros Derivados	17.761,3	6,4	11.819,4	8,3	10.099,2	6,9	-33,5	-14,6
TOTAL	277.479,7	100,0	142.831,9	100,0	145.647,3	100,0	-48,5	2,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 21/01/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

O crescimento observado no mercado de futuros foi motivado pelo aumento nas ordens relativas a contratos sobre taxas de juro de curto prazo. Esse aumento, num período caracterizado por reduzidas taxas de juro, resultou da atividade de *hedging* realizada por algumas instituições financeiras nacionais e sucursais de instituições financeiras estrangeiras. Os contratos sobre taxas de câmbio e sobre índices viram reduzida a sua participação, o que poderá estar associado às expectativas de valorização do Euro face a diversas moedas, designadamente o dólar, e de aumentos dos preços no mercado acionista.

Nos contratos por diferenças (CFD) assistiu-se a uma diminuição no valor das ordens recebidas de €2,7 mil milhões (-5%), tendo os investidores do segmento particular (nacionais e estrangeiros) sido responsáveis por cerca de 97% do valor das ordens recebidas. Neste segmento intervêm fundamentalmente investidores particulares, com uma estratégia de investimento especulativa. Apesar de continuarem a receber as preferências dos investidores, os contratos sobre taxas de câmbio registaram uma diminuição expressiva de €8,7 mil milhões.

Os investidores voltaram a privilegiar o uso dos canais tradicionais (por via telefónica, ou fax, ou mesmo presencialmente nas instalações dos intermediários financeiros) para a transmissão das suas ordens. Em 2013, 93,6% das ordens no mercado a contado foram transmitidas através destes canais e a *internet* continuou a afirmar-se como o segundo canal mais utilizado. No mercado a prazo aumentou o peso das ordens efetuadas através dos canais tradicionais, bem como o das efetuadas através da *internet*.

Quadro 38 – Valor das Ordens Recebidas por Conta de Outrem, por Tipo de Investidor

Unidade: 10⁶ Euro

	2011				2012				2013			
	Mercado a Contado	%	Mercado a Prazo	%	Mercado a Contado	%	Mercado a Prazo	%	Mercado a Contado	%	Mercado a Prazo	%
Residente	70.942,5	65,5	81.130,9	29,2	117.454,2	64,5	60.347,3	42,3	128.649,7	63,2	60.530,5	41,6
Institucionais	45.214,4	41,7	19.191,0	6,9	93.015,1	51,1	13.284,6	9,3	100.614,6	49,4	12.297,3	8,4
Gestão de Ativos	10.281,0	9,5	6.995,6	2,5	11.358,0	6,2	3.539,2	2,5	18.287,5	9,0	4.618,8	3,2
Seguros e Fundos de Pensões	13.137,3	12,1	4.824,0	1,7	42.129,3	23,1	4.304,7	3,0	34.286,9	16,8	3.356,2	2,3
Outros Investidores	21.796,1	20,1	7.371,4	2,7	39.527,8	21,7	5.440,7	3,8	48.040,1	23,6	4.322,3	3,0
Não Institucionais	25.728,1	23,7	61.939,9	22,3	24.439,1	13,4	47.062,7	32,9	28.035,1	13,8	48.233,2	33,1
Não Residente	37.405,0	34,5	196.348,9	70,8	64.714,1	35,5	82.484,6	57,7	75.032,3	36,8	85.116,8	58,4
Institucionais	31.363,3	28,9	166.901,5	60,2	60.998,0	33,5	55.881,6	39,1	71.557,5	35,1	60.296,1	41,4
Intermediários Financeiros	12.391,6	11,4	0,0	0,0	20.198,4	11,1	0,0	0,0	21.113,3	10,4	0,0	0,0
Gestão de Ativos	3.188,3	2,9	9.406,5	3,4	1.574,4	0,9	6.075,5	4,3	1.674,5	0,8	3.471,6	2,4
Seguros e Fundos de Pensões	29,9	0,0	0,0	0,0	49,7	0,0	0,0	0,0	53,3	0,0	0,0	0,0
Outros Investidores	15.753,6	14,5	157.495,0	56,8	39.175,5	21,5	49.806,1	34,9	48.716,5	23,9	56.824,3	39,0
Não Institucionais	6.041,7	5,6	29.447,4	10,6	3.716,1	2,0	26.603,0	18,6	3.474,8	1,7	24.820,7	17,0
TOTAL	108.347,5	100,0	277.479,7	100,0	182.168,3	100,0	142.831,9	100,0	203.681,9	100,0	145.647,3	100,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 21/01/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

2.5.2. Execução de Ordens por Conta de Outrem

Após um aumento acentuado no valor das ordens executadas em mercado a contado por conta de outrem, que duplicou de 2011 para 2012, o crescimento foi mais moderado no último ano em resultado das diminuições ocorridas nos segmentos de ações, warrants autónomos e (principalmente) dívida privada. O valor das ordens executadas referentes a dívida privada e a dívida pública continuaram a suplantam o segmento acionista, que historicamente assumia um peso preponderante no total executado em mercado a contado.³⁴

O peso das transações executadas fora do mercado continuou a aumentar, para os 79,9% do total de ordens executadas. As transações executadas nos mercados nacionais, nos mercados internacionais e na “internalização” diminuíram de importância relativa.

A quota de mercado dos três maiores intermediários financeiros aumentou no segmento acionista, de dívida pública e de warrants, e diminuiu no segmento de dívida privada.

Quadro 39 - Transações Executadas em Mercado a Contado por Tipo de Valor Mobiliário

Unidade: 10⁶ Euro

	2011	%	2012	%	2013	%	Var.% (2011-12)	Var.% (2012-13)
Ações	38.442,1	45,2	30.500,1	17,9	30.115,4	16,4	-20,7	-1,3
Dívida Pública	13.225,2	15,6	46.637,5	27,4	59.651,8	32,6	252,6	27,9
Dívida Privada	29.978,7	35,3	73.516,9	43,1	58.047,9	31,7	145,2	-21,0
Warrants Autónomos	584,6	0,7	303,7	0,2	301,2	0,2	-48,1	-0,8
Outros VM's	2.803,5	3,3	19.465,4	11,4	35.094,3	19,2	594,3	80,3
TOTAL	85.034,1	100,0	170.423,5	100,0	183.210,6	100,0	100,4	7,5

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 18/02/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

As ordens executadas no mercado a prazo aumentaram aproximadamente €5,4 mil milhões, em grande

³⁴ O valor das ordens executadas não é diretamente comparável com o das ordens rececionadas e executadas porquanto respeitam a diferentes deveres de reporte de informação à CMVM, incidindo sobre universos diferentes.

parte devido ao significativo aumento de ordens executadas em contratos por diferenças (+€5,1 mil milhões) e em outros derivados (+€849,6 milhões). Em termos de ativo subjacente, ocorreu um aumento expressivo das transações executadas sobre taxas de câmbio e sobre contratos de derivados. À semelhança do verificado no mercado a contado, no mercado a prazo as ordens são preferencialmente executadas em “fora de mercado”.

Os contratos por diferenças continuaram a ser o instrumento financeiro derivado com maior peso no total de ordens executadas no mercado a prazo, tendo aumentado o valor de ordens executadas sobre taxas de câmbio, sobre contratos de derivados e sobre mercadorias. A execução das ordens sobre CFD continuou a ser integralmente realizada “fora do mercado”.

Quadro 40 – Ordens Executadas por Instrumento Financeiro Derivado

Unidade: 10⁶ Euro

	2011	%	2012	%	2013	%	Var.%(2011-12)	Var.%(2012-13)
Futuros	5.385,0	30,5	1.509,0	13,1	975,1	5,8	-72,0	-35,4
Contratos por Diferenças	6.166,6	34,9	9.273,4	80,4	14.372,3	84,8	50,4	55,0
Opções	3,8	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-94,7	0,0
Outros Derivados	6.119,9	34,6	746,2	6,5	1.595,8	9,4	-87,8	113,9
TOTAL	17.675,4	100,0	11.528,8	100,0	16.943,4	100,0	-34,8	47,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 18/02/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

A acrescida importância dos mercados OTC, tanto no mercado a contado como no mercado a prazo, tem sido acompanhada de um novo quadro regulatório, nomeadamente o Regulamento (UE) n.º 648/2012, de 4 de Julho, conhecido por EMIR, e o Decreto-lei n.º 40/201418, de Março de 2014, que visa assegurar a execução em Portugal do EMIR.

Quadro 41 - Transações Executadas por Tipo de Mercado

Unidade: 10⁶ Euro

	Mercado a Contado			Mercado a Prazo			Var.%(2012-13)	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	Contado	Prazo
Mercados Nacionais	21.084,7	17.207,6	17.000,3	0,5	0,0	0,0	-1,2	-
Mercados Internacionais	7.115,9	6.041,9	4.716,4	5.373,3	1.470,1	974,4	-21,9	-33,7
Fora de Mercado	50.999,8	121.359,7	146.426,1	12.287,9	10.056,8	15.968,3	20,7	58,8
Internalização	5.833,7	25.814,4	15.067,8	13,7	1,9	0,6	-41,6	-68,4
TOTAL	85.034,1	170.423,5	183.210,6	17.675,4	11.528,8	16.943,3	7,5	47,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 18/02/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

2.5.3. Negociação por Conta Própria

A negociação por conta própria no mercado a contado pode ter como destino a carteira de negociação ou de investimento dos intermediários financeiros, ou ser efetuada no contexto de contratos de fomento de liquidez (*market making*). No mercado a prazo, os intermediários financeiros podem negociar por conta própria para a sua carteira de negociação ou para a cobertura de riscos. O número de intermediários financeiros a negociar por conta própria foi de 24, menos um do que no ano anterior.

Os valores negociados por conta própria diminuíram por força das quebras verificadas nos segmentos de dívida privada, de outros valores mobiliários e de *warrants*. A negociação de ações e de dívida pública conheceu um novo aumento, que foi todavia insuficiente para compensar as quedas verificadas nos demais segmentos. Como consequência, assistiu-se à alteração da estrutura dos valores negociados. Enquanto no ano anterior as transações sobre dívida privada representaram mais de metade dos valores negociados, em 2013 as transações sobre dívida pública foram as mais relevantes. O expressivo crescimento dos valores negociados por conta própria sobre dívida pública podem ser explicados pela remuneração atrativa que acompanhou o risco relativamente mais elevado da dívida soberana.

No mercado a contado a carteira de investimentos foi o destino de 61,9% do valor negociado por conta própria, não obstante ter existido uma redução na ordem dos 14,2%. As transações da carteira de negociação aumentaram e atingiram 36,7% dos valores negociados por conta própria no mercado a contado. As transações da carteira de negociação respeitantes ao segmento da dívida pública ocorreram essencialmente “fora do mercado”, enquanto na dívida privada e no segmento de outros valores mobiliários foi privilegiada a “internalização”. As transações da carteira de negociação do

segmento acionista privilegiaram os mercados internacionais. Nas transações sobre ações nacionais, a EDP, a Galp, a Jerónimo Martins, a Portugal Telecom e o BCP foram o destino de 77,2% do total negociado em ações para carteira própria dos intermediários financeiros nacionais.

Os contratos de fomento de liquidez corresponderam a apenas 1,5% das transações.

Quadro 42 - Negociação por Conta Própria no Mercado a Contado por Tipo de Valor Mobiliário

Unidade: 10⁶ Euro

	2011	%	2012	%	2013	%	Var.% (2011-12)	Var.% (2012-13)
Ações	15.084,0	3,5	19.623,2	4,2	23.085,2	5,2	30,1	17,6
Dívida Pública	95.124,8	21,8	115.614,5	25,0	187.974,7	42,5	21,5	62,6
Dívida Privada	224.407,1	51,5	252.500,4	54,6	163.138,3	36,9	12,5	-35,4
Warrants Autónomos	1.587,5	0,4	670,6	0,1	84,4	0,0	-57,8	-87,4
Outros VM's	99.586,1	22,9	74.287,5	16,1	68.028,8	15,4	-25,4	-8,4
TOTAL	435.789,6	100,0	462.696,2	100,0	442.311,3	100,0	6,2	-4,4

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 18/02/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

A negociação por conta própria em instrumentos financeiros derivados também aumentou por força do expressivo crescimento das transações de futuros. O aumento da negociação em contratos de futuros pode significar que os intermediários financeiros optaram por abrir posições em instrumentos com o objetivo de cobrir o risco de posições detidas à vista ou, em alternativa, utilizar os futuros para especulação e arbitragem dos mercados *spot*.

Do valor total negociado por conta própria no mercado a prazo, 87,9% reportam-se à carteira de negociação e o remanescente teve como finalidade as operações para efeito de cobertura de risco. As transações na carteira de negociação continuaram a realizar-se quase exclusivamente nos mercados internacionais. Os subjacentes com maior peso foram as taxas de juro (de curto, médio e longo prazo) que, em conjunto, representaram 87,6% dos valores negociados por conta própria. Todavia, enquanto as transações de futuros sobre taxas de juro de curto prazo cresceram, as transações que envolveram taxas de juro de médio e longo prazo caíram.

Quadro 43 - Negociação por Conta Própria por Instrumento Financeiro Derivado

Unidade: 10⁶ Euro

	2011	%	2012	%	2013	%	Var.%(2011-12)	Var.%(2012-13)
Futuros	274.051,3	98,9	93.349,3	91,0	134.765,4	99,0	-65,9	44,4
Opções	2.941,2	1,1	8.963,7	8,7	1.356,3	1,0	204,8	-84,9
Contratos por Diferenças	82,0	0,0	227,3	0,2	51,3	0,0	177,2	-77,4
TOTAL	277.074,5	100,0	102.540,3	100,0	136.173,0	100,0	-63,0	32,8

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 18/02/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

2.5.4. Day-Trading

A quantidade de títulos transacionada em atividade de *day-trading* aumentou novamente em 2013, destacando-se o forte incremento na variação face ao ano anterior. A estimativa de valor apurada revela um aumento dos valores transacionados claramente superior à valorização do índice PSI20.

Quadro 44 - Dados Agregados sobre *Day-Trading*

	2011	2012	2013	Var.%(2011-12)	Var.%(2012-13)
N.º médio IF's com <i>Day-Trading</i>	24,8	23,6	24,5	-9,1	3,9
Quantidade Total (milhões)	2.371,4	2.730,3	5.988,1	26,0	119,3
Valor Total (milhões €)	1.881,4	1.218,3	1.723,2	-38,9	41,4

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

Além do aumento da atividade de *day-trading* ao longo do ano (destacando-se o quarto trimestre) merece menção o incremento mais que proporcional da realização de atividades de *day-trading* pela *internet*, o que conduziu ao aumento do seu peso relativo face ao total.

Quadro 45 - Distribuição do *Day-Trading* por Canal e por Tipo de Investidor

Unidade: 10⁶ Euro

	2012		2013		Var. % (2012-13)
	Valor	%	Valor	%	
Internet	813,1	69,5	1.173,8	71,3	44,4
<i>Institucionais</i>	55,8	4,8	50,5	3,1	-9,6
Gestão de Activos	49,8	4,3	41,2	2,5	-17,3
Seguros e Fundos de Pensões	0,0	0,0	-	-	n.a.
Outros Investidores	6,0	0,5	9,3	0,6	54,6
<i>Não Institucionais</i>	757,2	64,8	1.123,3	68,2	48,3
Outros Meios Electrónicos	94,0	8,0	111,8	6,8	18,9
<i>Institucionais</i>	0,4	0,0	3,6	0,2	775,0
Gestão de Activos	0,0	0,0	-	-	n.a.
Seguros e Fundos de Pensões	0,0	0,0	-	-	n.a.
Outros Investidores	0,4	0,0	1,6	0,1	301,3
<i>Não Institucionais</i>	93,6	8,0	108,2	6,6	15,6
Outros	262,0	22,4	360,6	21,9	37,6
<i>Institucionais</i>	137,9	11,8	167,5	10,2	21,5
Gestão de Activos	73,0	6,2	145,5	8,8	99,2
Seguros e Fundos de Pensões	18,6	1,6	1,8	0,1	-90,6
Outros Investidores	46,3	4,0	20,3	1,2	-56,1
<i>Não Institucionais</i>	124,1	10,6	193,0	11,7	55,5
TOTAL	1.169,1	100,0	1.646,1	100,0	40,8

Fonte: CMVM

2.5.5. Registo e Depósito de Instrumentos Financeiros por Conta de Outrem

O valor dos instrumentos financeiros registados por conta de outrem ultrapassou os €329 mil milhões no final do ano, superior ao valor inscrito dois anos antes. A redução nos valores registados por conta de investidores não residentes foi mais do que compensada pelo crescimento dos de residentes, pelo que terá novamente aumentado o enviesamento país na detenção de valores mobiliários. Este aumento do peso relativo dos investidores residentes foi mais acentuado nas ações e na dívida pública. Dado o aumento dos preços da dívida soberana em países periféricos, entre os quais Portugal, como consequência da diminuição do risco de crédito da dívida destes países e das cotações das ações das empresas, terá havido algum desinvestimento efetuado por investidores estrangeiros nestes tipos de instrumentos financeiros.

Quadro 46 - Titulares Por Tipo de Valor Mobiliário

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2011	%	31-12-2012	%	31-12-2013	%	Var.%(2011-12)	Var.%(2012-13)
Residentes	180.709,4	54,6	182.907,2	57,4	195.221,8	59,3	1,2	6,7
Ações	53.601,7	16,2	47.884,1	15,0	54.154,5	16,4	-10,7	13,1
Dívida Pública	22.213,4	6,6	37.268,0	11,7	41.432,5	12,6	67,8	11,2
Outros Valores Mobiliários	104.894,4	31,8	97.755,1	30,7	99.634,8	30,3	-6,8	1,9
Não Residentes	146.245,4	45,4	135.929,2	42,6	134.088,3	40,7	-7,1	-1,4
Ações	30.466,4	9,5	35.272,1	11,1	33.551,9	10,2	15,8	-4,9
Dívida Pública	50.083,8	15,6	51.000,2	16,0	50.862,2	15,4	1,8	-0,3
Outros Valores Mobiliários	65.695,1	20,4	49.656,9	15,6	49.674,1	15,1	-24,4	0,0
TOTAL	326.954,8	100,0	318.836,4	100,0	329.310,0	100,0	-2,5	3,3

Fonte: CMVM, tendo por base informação enviada até 06/06/2014 pelos intermediários financeiros a prestar em Portugal o serviço de intermediação financeira de receção e transmissão de ordens por conta de outrem.

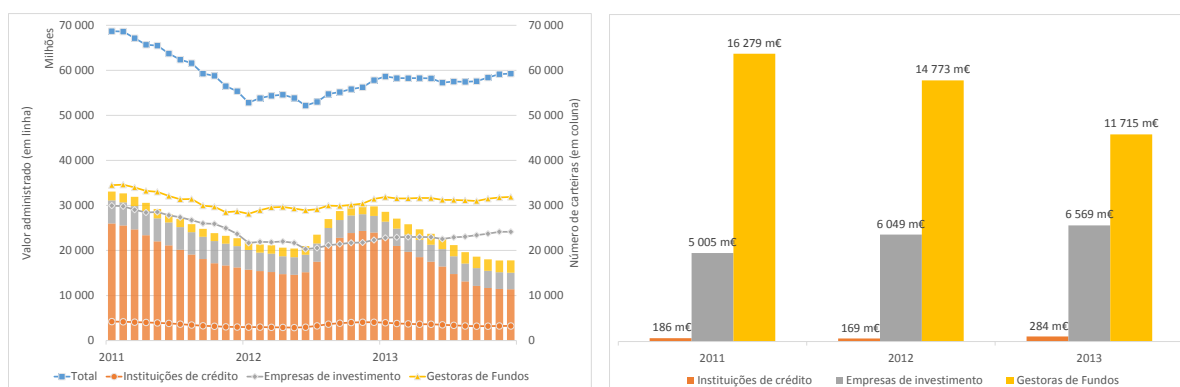
A quota de mercado dos três e dos cinco maiores custodiantes situou-se em 67,3% e 80,8%, respetivamente, em ambos os casos inferior à do ano anterior. O índice HHI desceu para 1.755,8 pontos, sinalizando uma ligeira redução na concentração do setor. O custodiante com a maior quota de mercado (30,2%) continuou a ser o BCP.

2.6 GESTÃO DE ATIVOS

2.6.1. Gestão Individual de Carteiras por Conta de Outrem

A atividade de gestão individual de carteiras por conta de outrem terminou o ano com um novo aumento, embora modesto, do valor administrado (+2%). Esta evolução é explicada pelo crescimento do valor sob gestão de empresas de investimento, parcialmente travado pelo decréscimo do valor administrado por instituições de crédito. O valor gerido entidades gestoras de fundos manteve-se praticamente inalterado.

Gráfico 78 - Valores sob gestão e número de carteiras administradas (esq.) e valor da carteira média (dir.) por tipo de entidade



Fonte: CMVM

As instituições de crédito continuaram a gerir o maior número de carteiras (na sua maioria de pessoas singulares), apesar de esse número ter diminuído de forma contínua ao longo do ano. A diminuição do número de carteiras foi superior ao decréscimo do valor administrado, pelo que a carteira média aumentou €114 mil. Isso significa que a valorização anual das carteiras foi muito relevante e/ou que terão sido carteiras em média mais pequenas que deixaram de ser administradas por instituições de crédito.

As empresas de investimento (onde estão incluídas as sociedades gestoras de património, as sociedades corretoras e as sociedades financeiras de corretagem), em larga medida vocacionadas para a gestão do património de clientes institucionais, também conheceram um aumento do valor da carteira média, em grande medida explicado pela valorização das carteiras e pelo afluxo de novos capitais em carteiras já existentes, visto que o número de participantes não sofreu alterações de relevo.

Gráfico 79 - Concentração do valor sob gestão por entidade (esq.) e por carteira (dir.)

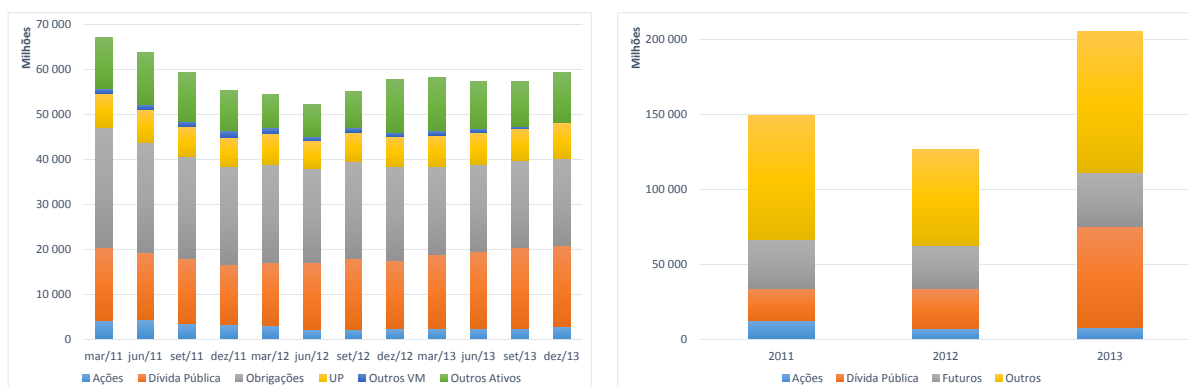


Fonte: CMVM

A concentração na gestão individual de carteiras é elevada, com as três maiores entidades que operam neste setor a administrar mais de 70% do valor global sob administração. As maiores entidades concentram a atividade na gestão de carteiras de maior dimensão, o que lhes permite obter um nível de diversificação inacessível às carteiras (e entidades) de dimensão inferior. Por outro lado, o número de entidades a administrar carteiras por conta de outrem tem diminuído nos últimos anos. Não obstante, muitas entidades gerem carteiras médias de pequena dimensão.

No que respeita à estrutura global das carteiras, no ano findo assistiu-se ao reforço do investimento em dívida pública, em unidades de participação e em ações, por contrapartida de um decréscimo do valor investido em obrigações de empresas. A dívida privada continuou a ter o maior peso na total sob administração, superando marginalmente a dívida pública (32% versus 30%).

Gráfico 80 - Composição das carteiras geridas (esq.) e das transações efetuadas (dir.) por conta de outrem



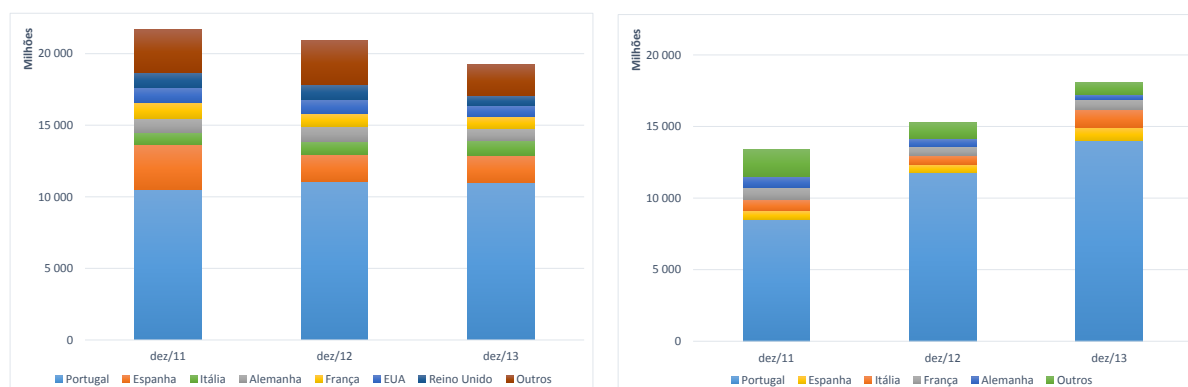
Fonte: CMVM

A dívida soberana que compõe as carteiras continua a ser predominantemente de origem nacional, assistindo-se ao reforço do investimento em dívida portuguesa (+19%), em parte provocado pelo aumento dos preços. Em linha com a redução da perceção de risco dos países sob assistência financeira e a recuperação do sentimento económico na Europa, aumentou o investimento em dívida pública da Zona Euro, particularmente italiana (+91%) e espanhola (+73%), e à diminuição do investimento em dívida alemã (-35%).

O valor das obrigações em carteira emitidas por empresas portuguesas manteve-se praticamente inalterado, e representava no final do ano 57% do total de dívida privada em carteira. A escassez de crédito bancário e o ainda elevado risco soberano justificaram a emissão de dívida privada a taxas de juro atrativas face às alternativas disponíveis no mercado, e a manutenção do peso destes instrumento nas carteiras sob gestão.

O montante investido em obrigações de empresas de Portugal, Espanha e Itália permaneceu estável. Todavia, nas obrigações de empresas das economias consideradas mais sólidas (particularmente de empresas alemãs, norte-americanas e britânicas) ocorreram os maiores decréscimos, o que não pode ser dissociado da menção ao início da retirada de estímulos monetários pelo Presidente da Reserva Federal dos EUA e de algum comportamento de *search for yield* dado o nível historicamente baixo das taxas de juro.

Gráfico 81 – Origem dos instrumentos representativos de dívida privada (esq.) e dívida pública (dir.)



Fonte: CMVM

2.6.2. Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários e Fundos Alternativos

O novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo e a subsequente revisão do regime regulamentar introduziram importantes alterações na classificação e na tipologia dos fundos de investimento.³⁵ Foram extintas algumas das categorias anteriormente existentes (casos dos fundos de tesouraria, dos fundos de fundos e dos fundos mistos, agora incorporados na categoria de fundos de investimento mobiliário - adiante designados “outros fundos de investimento”), foi criada uma nova tipologia (os fundos estruturados) e foram criados os organismos de investimento alternativo que no essencial correspondem aos anteriores fundos especiais de investimento.

CAIXA III – ASPETOS RELEVANTES DO NOVO REGIME JURÍDICO DOS ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO E DO REGULAMENTO DA CMVM n.º 05/2013

O Decreto-Lei 63-A/2013, de 10 de maio, aprovou o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo (RJOIC) e transpôs para a ordem jurídica interna a) a Diretiva 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas

³⁵ Ver Caixa XXX para maior desenvolvimento.

respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM); b) a Diretiva 2010/43/UE, da Comissão, que aplica a Diretiva 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da atividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora; c) a Diretiva 2010/42/UE, da Comissão, que aplica a Diretiva 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, no que respeita a certas disposições relativas a fusões de fundos, estruturas de tipo principal e de tipo alimentação (*master/feeder*) e procedimentos de notificação; e d) parcialmente, a Diretiva 2010/78/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, que altera as Diretivas 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 Bancária Europeia – EBA, da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma – EIOPA e da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados – ESMA, tal como retificada, na parte em que altera a Diretiva 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito às competências da ESMA. A transposição da Diretiva OICVM implicou ainda alterações ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e ao Código dos Valores Mobiliários.

As alterações introduzidas pelo RJOIC no ordenamento jurídico nacional, bem como as orientações e recomendações nesta área da ESMA, requereram a alteração do regime regulamentar em vigor materializada no Regulamento da CMVM 05/2013 (Regulamento).

O RJOIC introduz ainda outras alterações materialmente relevantes ao nível da classificação dos organismos de investimento coletivo (OIC), dos fundos próprios, do regime de independência da entidade responsável pela gestão e da elegibilidade dos ativos. Assim, o RJOIC reserva a expressão “OICVM” aos OIC que respeitem os requisitos de investimento previstos na Diretiva OICVM e impõe que todos os demais OIC sejam considerados de investimento alternativo, em linha com a terminologia adotada na Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (que utiliza a expressão «alternativos» para designar os OIC não harmonizados).

Quanto ao requisito de obtenção de capital junto do público previsto na Diretiva OICVM, o RJOIC exige a variabilidade do capital (traduzida na possibilidade de subscrição e resgate contínuo por qualquer investidor) aliada ao requisito de dispersão de capital por um mínimo de 100 participantes. No caso dos organismos de investimento alternativo (OIA) abertos exige-se a dispersão por apenas 30 participantes. Em matéria de capital inicial mínimo e de fundos próprios das sociedades gestoras, foram acolhidos os requisitos de fundos próprios previstos na Diretiva OICVM e, em sede própria, foi revisto o montante de capital inicial exigível às sociedades gestoras de fundos de investimento.

Consequentemente, o regime nacional ficou mais próximo do comunitário, tendo em conta que a manutenção de um regime mais exigente criaria barreiras à entrada de novas sociedades gestoras de direito nacional face à concorrência com sociedades gestoras de direito estrangeiro a operar em Portugal.

No que respeita à prevenção de conflitos de interesses, o RJOIC introduziu as seguintes alterações:

- a) passou a ser exigido um número mínimo de administradores independentes e uma maioria de membros independentes no órgão de fiscalização de modo a favorecer uma gestão eficiente e centrada no interesse exclusivo dos participantes e com maior independência face ao grupo económico em que a entidade gestora se insere e face a grupos de interesses específicos que não coincidam com o interesse geral dos participantes;
- b) impõe-se que o depositário preste este serviço de forma não discriminatória, impede-se que o auditor do OIC seja (ou pertença à rede do) auditor da empresa mãe em que a entidade responsável pela gestão consolida as suas contas e obriga-se à rotatividade dos auditores do OIC;
- c) a proibição das operações entre partes relacionadas suscetíveis de gerar conflitos de interesses é estendida à gestão de qualquer OIC. Excecionalmente, permite-se a aquisição e a alienação de ativos a entidades relacionadas desde que autorizadas pela CMVM e se demonstre a atuação no interesse dos participantes, sendo igualmente permitidas as aquisições e alienações realizadas em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral em que a contraparte seja desconhecida;
- e d) não se permite a detenção pelos OIC de ativos emitidos ou garantidos por entidades relacionadas com a gestão acima de 20% do valor líquido global, em linha com o limite fixado para os OICVM quanto a ativos do grupo.

Adicionalmente, exige-se que os OIA que não sejam Organismos de Investimento Alternativo em Valores Mobiliários invistam apenas um mínimo de 30% do valor líquido global em ativos não financeiros, o que confere flexibilização ao regime e permite que as entidades gestoras apresentem políticas de investimento mais adaptadas aos interesses do mercado.

Além do acolhimento das matérias desenvolvidas pela ESMA é ainda de destacar a supressão de algumas das tipologias anteriormente existentes de OICVM (fundos de fundos e fundos mistos, entre outras), a criação de uma nova tipologia (fundos estruturados), a aplicação destas tipologias aos OIAVM (quando anteriormente eram apenas aplicadas a OICVM) e a possibilidade de criação de outros tipos de OIC sem tipologia. Foram ainda definidos os termos e condições em que podem ser estabelecidas categorias de unidades de participação e foi prevista a possibilidade de valorização ao custo amortizado de instrumentos financeiros negociados em mercado regulamentado integrantes da carteira do OIC (mas apenas de instrumentos do mercado monetário sem instrumentos financeiros derivados incorporados). Destaca-se, por fim, o desenvolvimento do regime dos organismos que não

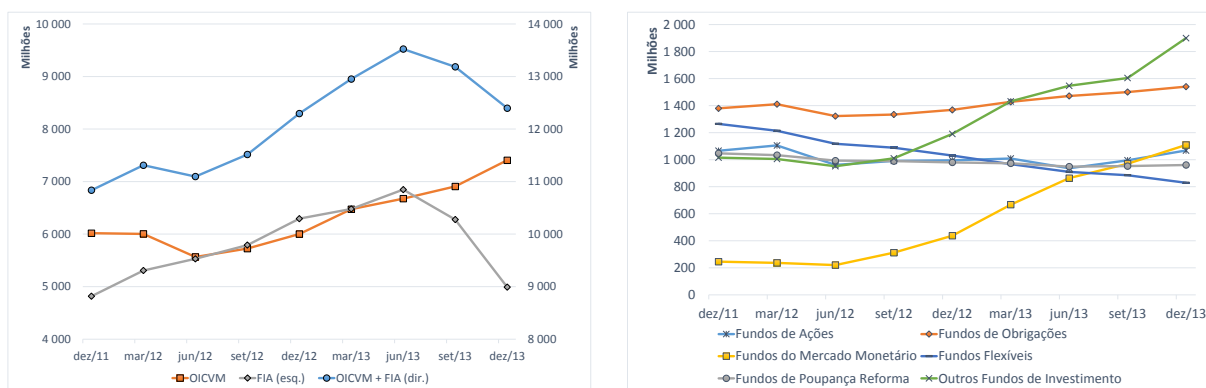
sejam comercializados junto do público e dos OIC em que exista obtenção de capitais exclusivamente junto de investidores qualificados.

Após o crescimento verificado no ano anterior, o valor global da carteira dos OICVM e FIA atingiu €12,4 mil milhões no final do ano, com o acréscimo evidenciado na primeira metade do ano a ser ligeiramente superior ao decréscimo ocorrido no segundo semestre. A diminuição do valor sob gestão na segunda metade do ano foi largamente determinada pelos fundos alternativos uma vez que o valor administrado por OICVM aumentou continuamente em 2013. No final do ano, os OICVM apresentavam um crescimento do valor sob gestão de €1,4 mil milhões em resultado do aumento do preço de muitos ativos em carteira e do influxo de novos capitais.

O aumento do valor administrado pelos OICVM foi suportado pelos fundos de obrigações, fundos de mercado monetário e outros fundos de investimento (onde estão agrupados os anteriormente denominados fundos de tesouraria, fundos mistos e fundos de fundos). Os fundos do mercado monetário tiveram o crescimento mais notório do valor sob gestão, sustentado em €659 milhões de subscrições líquidas. Os fundos de ações, após terem registado resgates superiores às novas subscrições na primeira metade do ano, assistiram a uma inversão dos fluxos de investimento no segundo semestre, insuficiente porém para compensar o desinvestimento líquido inicial. No final do ano, o valor administrado por fundos de ações era superior ao do período homólogo por força da forte recuperação dos preços acionistas em Portugal mas também da recuperação de preços em outros mercados bolsistas de economias desenvolvidas.

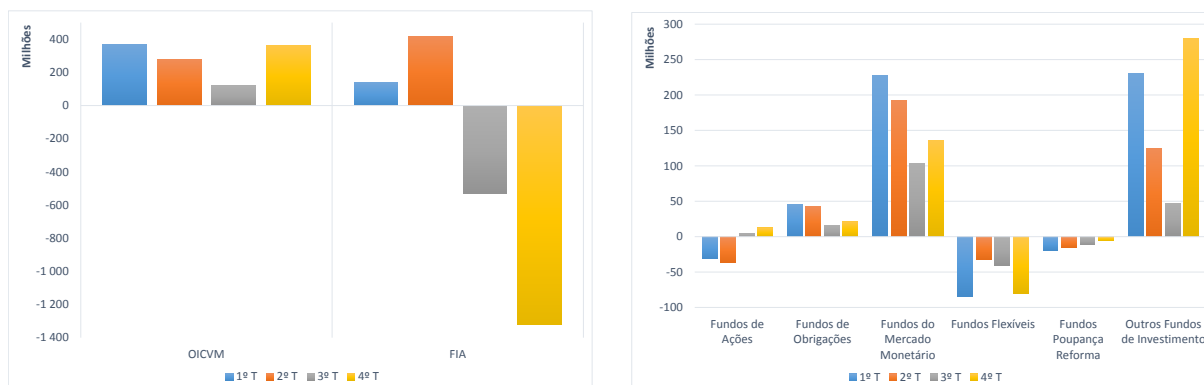
Nos outros fundos de investimento, com carteiras constituídas por ativos de elevada liquidez (maioritariamente valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário e depósitos bancários com prazo de vencimento inferior a um ano), assistiu-se igualmente a um aumento contínuo do valor sob gestão, apoiado por €684 milhões em subscrições líquidas. Em contraste, o valor administrado por FIA diminuiu €1,3 mil milhões (-21%), um valor muito próximo do de resgates líquidos observados nesta categoria de fundos em igual período. Também os fundos flexíveis e os fundos poupança reforma tiveram desinvestimento líquido em 2013, que foi mais intenso no caso dos primeiros. No final do ano os fundos flexíveis eram a tipologia com menor peso relativo no valor administrado por OICVM.

Gráfico 82 - Valor sob gestão por categoria (esq.) e por tipo de OICVM (dir.)



Fonte: CMVM

Gráfico 83 - Subscrições Líquidas de Resgates



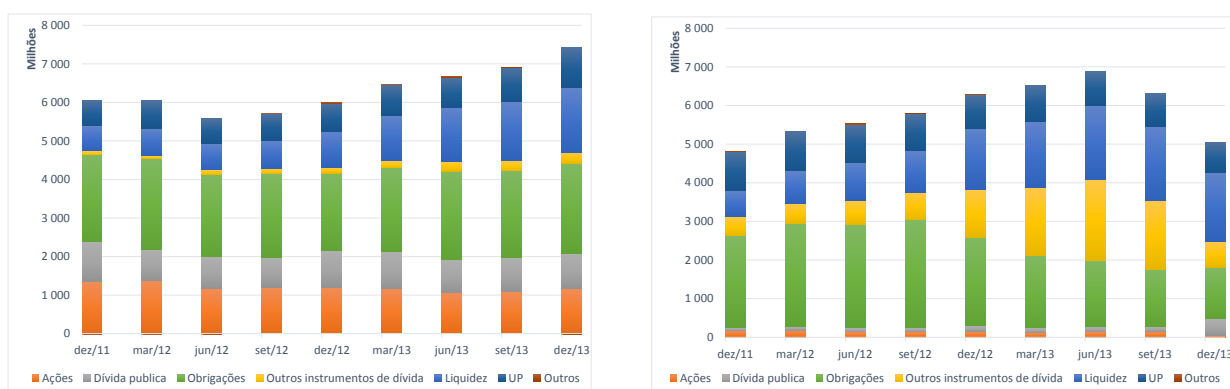
Fonte: APFIPP

Ao nível da composição da carteira dos fundos, assistiu-se ao decréscimo de 15% no valor das obrigações de dívida privada (rubrica responsável por 30% do valor global sob gestão) e pelo aumento de 38% da rubrica de liquidez dos OICVM e FIA. A diminuição do valor investido em obrigações, iniciada no terceiro trimestre de 2012, foi mais pronunciado nas categorias de fundos que gozam de discricionariedade para definir a sua política de investimento (particularmente os fundos alternativos e os fundos flexíveis). Em alguns destes fundos assistiu-se ao redireccionamento do investimento para outras classes de ativos (designadamente dívida pública e unidades de participação), mas noutros a

diminuição do valor afeto a dívida privada ocorreu em simultâneo com o aumento da liquidez, o que deixa antever estar ainda em curso o ajustamento das carteiras nestes casos. O valor investido em dívida privada aumentou nos fundos direcionados para o investimento em obrigações (nomeadamente os fundos de obrigações e os OICVM que eram anteriormente categorizados como fundos de tesouraria).

No que diz respeito à origem dos emitentes das obrigações, são de destacar a diminuição do valor investido em dívida emitida por empresas portuguesas e por empresas sediadas no Reino Unido, e o aumento do valor investido em títulos representativos de dívida de empresas italianas e de origem francesa. O aumento da exposição dos fundos a dívida privada de países como a Itália e a França reflete a popularidade das emissões obrigacionistas ao longo do ano um pouco por toda a Europa (com particular ênfase nas economias do sul da Europa), num contexto de recuperação económica lenta e de manutenção de algumas restrições ao crédito bancário. Aquele aumento está ainda associado à crescente apetência de risco dos investidores face ao ambiente de taxas de juro historicamente baixas e à melhoria generalizada do sentimento económico, que por sua vez contribuiu para encurtar os *spreads* exigidos nas emissões.

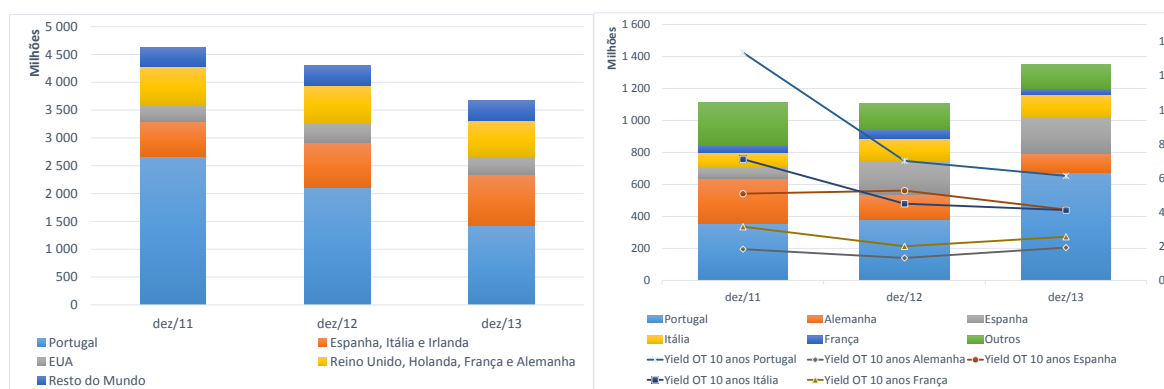
Gráfico 84 - Estrutura da carteira dos OICVM (esq.) e FIA (dir.)



Fonte: CMVM

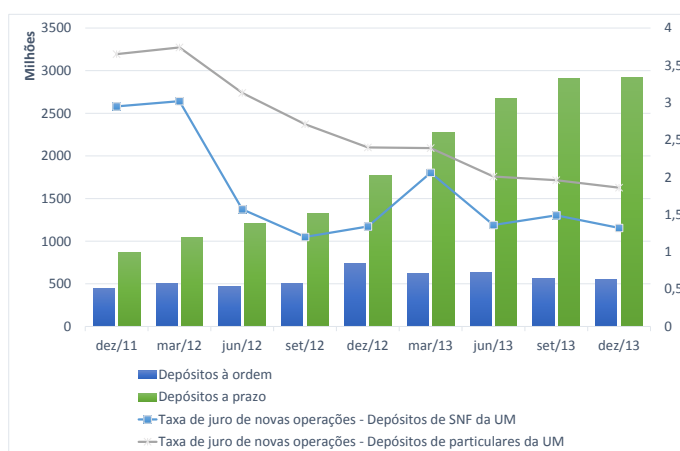
O segmento de dívida soberana também aumentou a sua importância nas carteiras dos fundos, particularmente no último trimestre do ano. Tal deveu-se sobretudo ao incremento do valor dos investimentos em dívida portuguesa (+77%), mas também espanhola (+4%) e italiana (+3%), por contrapartida de um decréscimo nas *bunds* alemãs (-21%).

Gráfico 85 - Origem dos instrumentos representativos de dívida privada (esq.) e dívida pública (dir.)



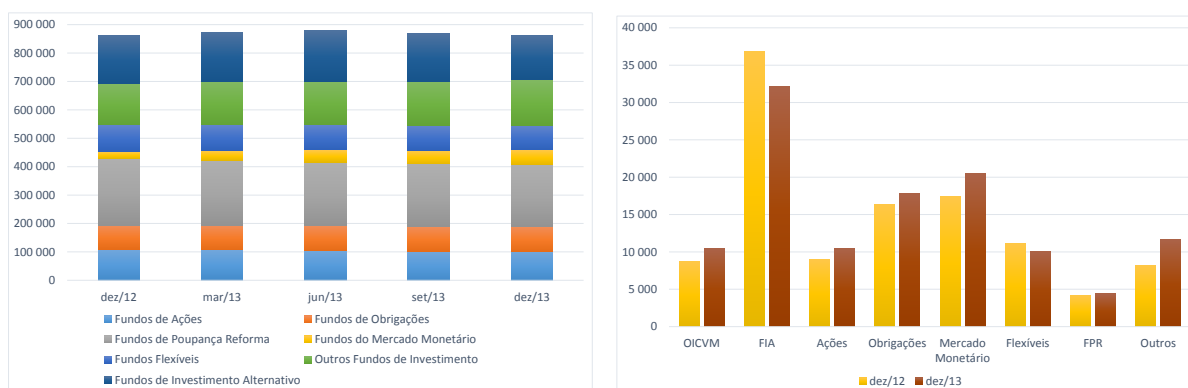
Fonte: CMVM e Bloomberg

Gráfico 86 - Liquidez na carteira dos OICVM e FIA



Fonte: CMVM e Banco de Portugal

Gráfico 87 - Número de Participantes em Fundos de Investimento (esq.) e Valor Médio por Participante (dir.)



Fonte: CMVM

O aumento considerável da rubrica liquidez (onde se incluem depósitos à ordem, com pré-aviso e a prazo) deveu-se sobretudo aos depósitos a prazo nos fundos do mercado monetário (harmonizados e não harmonizados), que ocorreu em simultâneo com a diminuição das taxas de juro para novos depósitos. O elevado afluxo de subscrições líquidas para esta categoria de fundos (€659 milhões em 2013) num contexto de aumento de preços de muitos ativos financeiros e de diminuição das respetivas taxas internas de rentabilidade poderá ter condicionado as decisões de investimento dos gestores de fundos que, assim, terão canalizado os novos capitais para depósitos a prazo.

O número de participantes em OICVM e FIA teve pequenas variações ao longo de 2013. No final do ano o número de participantes era de 861 mil (menos 1,3 mil do que no final do ano anterior). A categoria de OICVM continuou a reunir o maior número de participantes, tendo verificado um aumento anual de 14 mil participantes que não foi suficiente para compensar a diminuição ocorrida nos FIA. Os fundos do mercado monetário tiveram a maior contribuição para aquele crescimento, seguidos dos outros fundos de investimento. Em sentido inverso, os fundos poupança reforma (provavelmente em resultado da eliminação parcial das suas vantagens fiscais), os fundos de ações e os fundos flexíveis tiveram saídas líquidas de participantes.

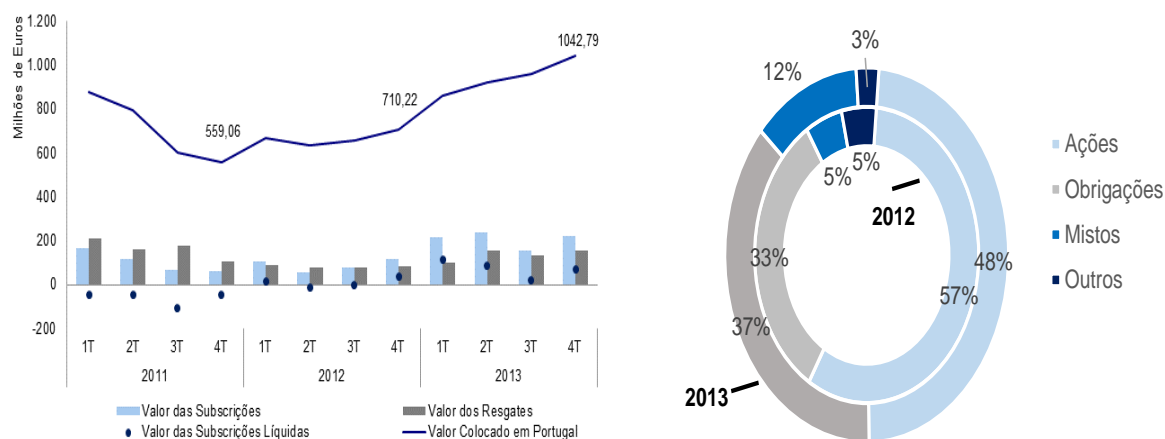
No final do ano cada participante detinha, em média, €14,4 mil representativos de unidades de participação de OICVM e FIA. Refletindo o maior crescimento do valor sob gestão do que do número de participantes, o valor médio por participante dos OICVM aumentou 21% para €10,5 mil. Nos fundos harmonizados, apenas os fundos flexíveis conheceram uma diminuição do valor médio detido por

participante em consequência do aumento dos resgates superior à diminuição do número de participantes. Nos FIA, o valor médio administrado por participante caiu para cerca de €32 mil, um decréscimo que surge na sequência dos resgates ocorridos na segunda metade do ano e que foram em parte atenuados pela diminuição do número de participantes.

2.6.3. Participações em Instituições de Investimento Coletivo Estrangeiras Comercializadas em Portugal

Os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários estrangeiros comercializados no mercado português cresceram pelo segundo ano consecutivo, após a forte quebra verificada em 2011. Esta evolução foi acompanhada de um aumento do número de OICVM de 70 (2011) para 81 (2013). Em termos de ativos dominantes nas carteiras dos fundos, aumentou o peso das classes de fundos de obrigações e mistos e diminuiu o peso dos fundos constituídos maioritariamente por ações. As carteiras com ênfase noutros ativos (mercado monetário, mercadorias, alternativos e mistos) registaram um valor residual nos dois últimos anos.

Gráfico 88 - Indicadores Agregados dos OICVM Estrangeiros (esq.) e Valor Colocado Por Ativo Dominante (dir.)



Fonte: CMVM e Bloomberg, cálculos CMVM.

Nos últimos três anos ocorreu uma diminuição do grau de concentração na comercialização de OICVM estrangeiros em Portugal, com a quota de mercado dos três e dos cinco principais colocadores a

descer dos 61,4% e 84,8% para 55,1% e 72,4% entre 2011 e 2013, respetivamente. O índice HHI também diminuiu entre aqueles dois anos. Por outro lado, o número de entidades comercializadoras aumentou de 12 para 14.

2.6.4. Os Fundos de Investimento Imobiliário

Em 2012, os valores sob gestão dos fundos de investimento imobiliário apresentaram uma ligeira recuperação, após um ano em que pela primeira vez registaram uma diminuição desde a sua existência em Portugal. A recuperação continuou no último ano, com os valores sob gestão dos fundos de investimento imobiliário a aumentar 8,1%.

Quadro 47 – Estrutura da Carteira dos Fundos de Investimento Imobiliário

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2011		31-12-2012		31-12-2013	
	Valor	% Total	Valor	% Total	Valor	% Total
Imóveis situados em Estados da União Europeia	14.527,3	121,1	14.515,7	119,7	14.436,9	110,1
Terrenos	2.134,1	17,8	2.270,3	18,7	2.260,6	17,2
Construção de Reabilitação	202,1	1,7	184,6	1,5	171,1	1,3
Outros Projetos de Construção	1.635,8	13,6	1.573,0	13,0	1.397,4	10,7
Construções Acabadas	10.499,9	87,5	10.437,9	86,1	10.555,4	80,5
Direitos	55,4	0,5	49,9	0,4	52,3	0,4
Imóveis situados fora da União Europeia	13,4	0,1	12,0	0,1	0,0	0,0
Terrenos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Construção de Reabilitação	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros Projetos de Construção	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Construções Acabadas	13,4	0,1	12,0	0,1	0,0	0,0
Direitos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sub-Total IMÓVEIS	14.540,7	121,6	14.527,7	119,8	14.436,9	110,1
Unidades de Participação	89,3	0,7	80,8	0,7	116,3	0,9
Participações em Sociedades Imobiliárias	365,3	3,0	519,1	4,3	523,9	4,0
Liquidez	483,3	4,1	519,0	4,3	909,8	6,9
À vista	113,2	0,9	191,0	1,6	591,5	4,5
A prazo	370,1	3,1	328,0	2,7	318,3	2,4
Empréstimos	-3.342,3	-27,9	-3.199,5	-26,4	-2.668,2	-20,3
Outros valores a regularizar	-180,8	-1,2	-320,3	-2,6	-204,0	-1,6
Sub-Total	-2.585,2	-21,6	-2.401,0	-19,8	-1.322,3	-10,1
TOTAL	11.955,6	100,0	12.126,7	100,0	13.114,6	100,0

Fonte. CMVM, tendo por base informação prestada pelo intermediário financeiro até 20/01/2014.

Na estrutura da carteira existem alguns factos que merecem destaque. Em primeiro lugar, assistiu-se ao aumento significativo da liquidez, particularmente na componente de depósitos à ordem. Em

segundo lugar, existiu uma nova diminuição do endividamento (menos cerca de €530 milhões em relação ao ano anterior). No entanto, estes dois factos não terão resultado de menor pressão sentida pelas entidades gestoras relativamente a pedidos de resgate apresentados pelos participantes, uma vez que o número de participantes em fundos de investimento imobiliário sofreu uma redução ligeiramente inferior a 21.000. Por outro lado, apesar de pouco relevante na carteira dos fundos, o valor das construções de reabilitação e de outros projetos de construção continuou a diminuir, o que é um reflexo da situação recente do setor da construção imobiliária em Portugal. Finalmente, é de assinalar que deixou de haver nas carteiras dos fundos quaisquer imóveis situados fora da União Europeia.

2.7 TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS

À semelhança do verificado no ano transato, em 2013 o setor da titularização de créditos em Portugal continuou a reduzir a sua expressão, quer em termos do número de fundos registados quer do valor sob gestão. Este é também um cenário que se verifica na Europa, com o valor das emissões de titularização nos principais mercados europeus a cair cerca de 28,0% em termos agregados. A maior redução, de cerca de €43 mil milhões, foi apurada no Reino Unido.³⁶

Quadro 48 - Estrutura da Carteira dos FTC

Unidade: 10⁶ Euro

	31-12-2011		31-12-2012		31-12-2013		Var % (2011-12)	Var % (2012-13)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
Créditos Hipotecários	17.847,8	74,5	11.981,9	81,1	9.954,6	84,1	-32,9	-16,9
Créditos ao Consumo	3.341,3	14,0	2.348,1	15,9	1.601,6	13,5	-29,7	-31,8
Créditos sobre o Estado ou Outras Pessoas Coletivas	466,9	2,0	300,4	2,0	222,9	1,9	-35,7	-25,8
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	1.857,4	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	-
Créditos	23.513,5	98,3	14.630,5	99,1	11.779,1	99,5	-37,8	-19,5
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	694,4	2,9	368,0	2,5	257,8	2,2	-47,0	-30,0
Empréstimos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Valores a Regularizar	-319,0	-1,2	-210,8	-1,6	-200,5	-1,7	-33,9	-4,8
TOTAL	23.888,9	100,0	14.787,7	100,0	11.836,3	100,0	-38,1	-20,0

Fonte: CMVM, tendo por base informação reportada até 25/03/2014

No entanto, as sociedades de titularização de créditos registaram acréscimos no valor dos ativos sob

³⁶ Valores apurados segundo o relatório da *Association for Financial Markets in Europe* (AFME).

gestão em todos os trimestres do ano. Nos fundos de titularização de créditos, o valor agregado da carteira de aplicações manteve a tendência de diminuição do ano anterior, acumulando nos dois últimos anos uma quebra superior a 50%. O principal fator desta redução foram a diminuição dos ativos sob gestão por veículos de titularização, resultantes da liquidação de cinco fundos de titularização de créditos em 2013, e a não constituição de qualquer fundo no último ano.

2.8 CAPITAL DE RISCO

O montante global de investimento dos operadores de capital de risco nacionais aumentou 10,6% em 2013, ascendendo a cerca de €3,0 mil milhões (dos quais €505,5 milhões afetos a sociedades de capital de risco – SCR – e €2.593,6 milhões a fundos de capital de risco – FCR). Este aumento foi inferior ao verificado na Europa onde, segundo a European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), os recursos captados pelo capital de risco duplicaram face ao anterior exercício.

Quando considerados os “Depósitos e outros meios líquidos e outros ativos afetos a capital de risco” o valor global sob gestão é cerca de 11,4% superior ao do ano anterior. Este crescimento resulta da manutenção dos processos de reestruturação de alguns setores da atividade económica, designadamente o turismo e o setor têxtil. O sector não-financeiro representa, no entanto, cerca de metade do investimento realizado pelos operadores de capital de risco. A consolidação do investimento dos FCR, em detrimento da relevância dos SCR, manteve-se em 2013.

O valor destinado ao investimento pelas sociedades de capital de risco caiu cerca de €60 milhões e aumentou cerca de €356 milhões nos fundos de capital de risco. Ao contrário do sucedido nas SCR, o aumento do investimento realizado pelos FCR resultou do incremento das participações e de outras fontes de financiamento. Em evolução contrária, os investimentos em participações em capital continuaram a cair (de €1.102,9 milhões em 2012 para €1.081,5 milhões em 2013), em resultado da diminuição verificada nas participações das SCR em capital de sociedades abertas. As participações em capital de sociedades fechadas aumentou nos FCR e nas SCR, mas mantiveram-se em níveis ainda reduzidos. A atividade de capital de risco é geralmente perspetivada como uma intervenção nas empresas através da aquisição de participações em capital, razão pela qual a estrutura específica de participantes do mercado português de capital de risco é merecedora de particular reflexão. Cada promotor da atividade deverá, pois, ponderar se está a cumprir adequadamente o seu papel, assumindo os riscos que são próprios da atividade.

Quadro 49 – Valor da Carteira de Investimentos das SCR

SCR	Nº de investiment os	dez-12		Nº de investimentos	dez-13	
		Investimento total ^{(1) (2)}	% Montante sob gestão		Investimento total ^{(1) (2)}	% Montante sob gestão
Participações	101	453,9	118,1	89	392,4	123,0
Participações em sociedades abertas	91	453,8	118,1	80	391,5	122,7
Participações sociedades fechadas	10	0,0	0,0	9	1,0	0,3
Outros financiamentos	78	111,6	29,0	76	113,0	35,4
Prestações suplementares	6	3,0	0,8	8	3,7	1,2
Prestações acessórias	6	25,8	6,7	7	25,3	7,9
Suprimentos	30	27,1	7,0	25	25,8	8,1
Obrigações e Outros Títulos de Dívida	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Empréstimos não titulados	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Investimentos em UP's de FCR	36	55,8	14,5	36	58,2	18,2
Sub Total	179	565,5	147,1	165	505,5	158,5
Depósitos e outros meios líquidos		-116,9	-30,4		-137,0	-43,0
Outros activos afetos a capital de risco		-64,3	-16,7		-49,4	-15,5
Sub Total		-181,2	-47,1		-186,5	-58,5
Total		384,3	100,0		319,0	100,0

Fonte: CMVM

Notas: 1) Valores em milhões de euros; 2) De acordo com a valorização de cada ativo reportada no âmbito da Instrução CMVM Nº2/2013

Quadro 50 – Valor da Carteira de Investimentos dos FCR

FCR	Nº de investiment os	dez-12			Nº de investimentos	dez-13		
		Valor ^{(1) (2)}	% VLGF	% Investimento		Valor ^{(1) (2)}	% VLGF	% Investimen to
Participações	550	649,0	26,2	29,0	599	689,1	24,0	26,6
Participações em sociedades abertas	511	646,9	26,1	28,9	553	678,4	23,6	26,2
Participações sociedades fechadas	39	2,2	0,1	0,1	46	10,8	0,4	0,4
Outros financiamentos	441	1.588,3	64,1	71,0	529	1.904	66,4	73,4
Prestações suplementares	68	45,2	1,8	2,0	79	67,5	2,4	2,6
Prestações acessórias	57	97,4	3,9	4,4	79	95,3	3,3	3,7
Suprimentos	279	1.318,9	53,3	58,9	315	1.618,9	56,4	62,4
Empréstimos titulados	2	0,6	0,0	0,0	9	5,4	0,2	0,2
Empréstimos não titulados	23	111,1	4,5	5,0	33	96,1	3,3	3,7
Investimentos em UP de FCR	12	15,1	0,6	0,7	14	21,2	0,7	0,8
Sub Total	991	2.237,3	90,4	100,0	1.128	2.593,6	90,4	100,0
Depósitos e outros meios líq.		178,4	7,2			238,5	8,3	
Outros activos e passivos afetos a capital de risco		60,5	2,4			36,7	1,3	
Total		2.476,2	100,0			2.868,8	100,0	

Fonte: CMVM

Notas: 1) Valores em milhões de euros; 2) De acordo com a valorização de cada ativo reportada no âmbito da Instrução CMVM Nº2/2013

O investimento em capital de risco, quando analisado por fase de investimento, identifica uma concentração nas operações de *turnaround* (as de reorientação estratégica ou de recuperação de empresas), importantes por estarem relacionadas com alterações estruturais na economia. Com menos relevo, mas ainda assim significativo, foi o peso das operações de expansão quer em termos de número de operações, quer, principalmente, em termos dos montantes de investimento. O *venture capital* (*seed capital*, *start-up* e *early-stage*), vocacionado para investigação e projetos de arranque de empresas, continuou a representar uma pequena parte do investimento direcionado ao capital de risco. Esta é uma situação bastante diferente da existente na Europa, em que o segmento de *seed capital* (incubação de novas ideias empresariais) absorveu a maioria da atividade do capital de risco em termos de montante e de número de empresas. Em Portugal, o segmento de *seed capital* é muito reduzido, embora tenha aumentado o número de participações e o montante de investimento. As operações de refinanciamento de dívida bancária continuaram a perder relevo, provavelmente em virtude de menores restrições ao acesso ao crédito bancário do que as vigentes num passado recente.

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

	dez-12		dez-13	
	Investimento ⁽¹⁾	N.º Participações	Investimento ⁽¹⁾	N.º Participações
<i>Seed Capital</i>	55,0	114	67,5	146
<i>Start-Up</i>	249,8	357	238,3	337
<i>Early-Stage</i>	37,1	62	86,3	92
<i>Expansão</i>	827,2	302	808,7	325
<i>Capital de substituição</i>	187,6	62	182,1	56
<i>Turnaround</i>	1.156,1	119	1.083,0	117
Refinanciamento da dívida bancária	42,4	43	20,0	42
<i>Management-buy-out</i>	48,7	39	43,4	34
<i>Management-buy-in</i>	48,4	10	52,3	11
Outros	150,7	67	517,7	141
Total	2.802,8	1.175	3.099,4	1.301

Fonte. CMVM; Valores em milhões de euros.

O investimento em capital de risco continuou a privilegiar o sector não-financeiro. As sociedades gestoras de participações sociais, relacionadas com atividades não financeiras, nomeadamente o turismo, desempenharam um papel fulcral nos investimentos. Nos FCR, cerca de 52,4% do valor total



do investimento foi direcionado as atividades não financeiras. A indústria transformadora, embora com um peso expressivo, foi responsável por cerca de 13,0% do investimento.



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 Compensação e Liquidação

3.1.1.1. Supervisão das Estruturas de Negociação

O ano foi marcado pela entrada em vigor do Regulamento n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações (EMIR), juntamente com os regulamentos delegados, que criaram pela primeira vez um regime jurídico harmonizado a nível europeu aplicável a contrapartes centrais. No âmbito desta regulamentação, as contrapartes centrais ficaram sujeitas a um processo de autorização, com as atualmente existentes a terem que submeter os respetivos pedidos até 15 de setembro de 2013. A OMIClear apresentou o pedido de autorização dentro desse prazo, e tem vindo a adaptar o seu funcionamento ao previsto no EMIR e na regulamentação conexa.

A análise da operação de aquisição da NYSE Euronext, Inc pela IntercontinentalExchange, Inc, quer no âmbito do Colégio de Reguladores da Euronext, quer para efeitos do processo de não oposição / parecer (favorável) remetido ao Ministério das Finanças, merece destaque especial entre as atividades de supervisão das estruturas de mercado ocorridas em 2013. Esta operação inclui i) a aquisição da NYSE Euronext, Inc; ii) a extração da LIFFE e iii) a alienação pela IntercontinentalExchange, Inc da Euronext NV que integra os operadores de mercado NYSE Euronext Lisbon, NYSE Euronext Amsterdam, NYSE Euronext Brussels e NYSE Euronext Paris. A análise assentou primordialmente na verificação da existência de condições para a manutenção da autonomia de gestão e de adequação dos recursos humanos, financeiros e tecnológicos da Euronext NV e das participadas gestoras dos mercados europeus continentais, incluindo a NYSE Euronext Lisbon. Neste contexto, foi possível obter um comprometimento dos adquirentes de que Portugal será o centro de expertise em *post-trading* do grupo Euronext.

Em termos de atividade quotidiana, prosseguiu a supervisão prudencial das entidades gestoras de mercado (NYSE Euronext Lisbon, OPEX, OMIP e MTS), das entidades gestoras de sistemas de

liquidação (Interbolsa) e das contrapartes centrais (OMIClear) supervisionadas pela CMVM, bem como o acompanhamento dos mercados ou sistemas por si geridos.

No âmbito da supervisão prudencial, são verificados, designadamente, o cumprimento mensal das regras prudenciais relativas à situação económico-financeira e a evolução da atividade destas entidades, os valores à guarda no âmbito de fundos de garantia promovidos e geridos pela NYSE Euronext Lisbon, os sistemas de controlo interno adotados e o cumprimento dos deveres de informação.

No acompanhamento da atividade destas entidades foram analisadas as várias alterações introduzidas nas regras de funcionamento dos mercados e dos sistemas, bem como os novos projetos. No que respeita às regras dos mercados regulamentados e dos sistemas de negociação multilateral geridos pela NYSE Euronext Lisbon deve destacar-se a introdução da figura do promotor (*listing sponsor*) nas regras do sistema de negociação multilateral Easynext Lisbon, à semelhança do que já existia para o Alternext.

Em dezembro de 2013 foi assinado um acordo de cooperação entre os operadores de dois mercados na área de energia, OMIP e European Energy Exchange (EEX), e as duas respetivas contrapartes centrais, OMIClear e European Commodity Clearing (ECC), para o registo de derivados sobre eletricidade, apenas com liquidação financeira, negociados em ambas as plataformas de negociação. O objetivo deste acordo é permitir o registo no OMIP e a compensação pela OMIClear de contratos de derivados da EEX e o registo na EEX e a compensação pela ECC de todos os contratos de derivados do OMIP.

Foi acompanhada a atividade da OMIClear, contraparte central do mercado de derivados do MIBEL gerido pelo OMIP. Além da atividade de compensação prestada e da negociação bilateral aqui registada, a atividade da OMIClear foi caracterizada pela intervenção nos leilões de venda da Produção em Regime Especial e nos leilões de direitos financeiros de utilização da capacidade de interligação entre Portugal e Espanha. Destaca-se ainda o novo serviço prestado pelo OMIClear no âmbito do setor do gás natural em Portugal – Serviço de Direitos de Utilização de Capacidade da Rede Nacional de Transporte, Infraestruturas de Armazenamento e Terminais de Gás Natural Liquefeito. Na sequência das alterações legislativas verificadas no sector do gás e em parceria com a REN, foram criados direitos de utilização de capacidade de uma infraestrutura de gás – DUCg - mediante o estabelecimento de um mecanismo através do qual os agentes de mercado possam transacionar os respetivos DUCg em vários horizontes temporais. A OMIClear desempenha as funções de registo da emissão e das operações de compra e venda, e garante a respetiva liquidação financeira. Por outro lado, a OMIClear aderiu aos sistemas geridos pela Interbolsa, com vista ao registo dos valores mobiliários dados em

garantia no âmbito das funções daquela entidade como contraparte central.

Quanto ao grupo OMI destacam-se as alterações societárias verificadas em 2013 com vista à completa concretização do modelo previsto no Acordo de Santiago. A OMIClear passou a ser detida em 50% por cada um dos operadores do mercado à vista (OMIE) e do mercado a prazo (OMIP). Em paralelo, o capital da OMIClear foi aumentado de modo a dar cumprimento aos requisitos de capital previstos no EMIR.

Quanto ao OPEX, foi efetuada uma deslocação presencial às suas novas instalações e foi acompanhada a atividade do sistema de negociação multilateral PEX por si gerido.

A CMVM supervisionou ainda a atividade da Interbolsa e a aplicação do seu preçário. Ao nível dos principais projetos em curso, esta entidade continuou a preparar-se para o projeto TARGET2-Securities (T2S), referente à adesão a uma plataforma eletrónica comum a utilizar na liquidação física de transações de valores mobiliários ao nível europeu. A Interbolsa assinou o T2S Framework Agreement em 28 de junho de 2012, e perspetiva-se a sua adesão ao sistema em março de 2016. Para efeitos de adesão ao T2S, as centrais de valores mobiliários devem observar um conjunto de condições, definidas no artigo 5.º do T2S Framework Agreement, na Guideline ECB/2010/2 (art. 15.º) e na Decision ECB/2011/20. Entre estas condições encontra-se previsto que as entidades devem ter uma avaliação positiva pela autoridade competente no que respeita ao cumprimento das recomendações ESCB/CESR, de maio de 2009, relativas aos sistemas de liquidação. A CMVM prosseguiu o processo de verificação do cumprimento destas recomendações pela Interbolsa, iniciado no ano anterior.

3.1.1.2. Supervisão da Negociação

O Sistema Integrado de Vigilância de Abuso de Mercado (SIVAM), ferramenta informática de auxílio à atividade de supervisão e de análise da negociação de instrumentos financeiros admitidos em mercado regulamentado português, deu origem a 1.089 alertas de negociação.³⁷ Estes alertas resultaram de operações de negociação em que o preço de mercado se situou fora das bandas de oscilação determinadas pelos modelos de equilíbrio adotados, o que evidenciou que os valores mobiliários cotados registaram uma trajetória anormal face à informação disponibilizada ao mercado num dado

³⁷ Existem vários alertas para detetar situações potencialmente anómalas, pelo que podem surgir vários alertas diferentes mas relacionados com a mesma situação potencialmente anómala. Em muitos casos existe uma justificação para o(s) alerta(s) (por exemplo, em virtude de ter sido divulgada publicamente informação com potencial impacto na negociação), pelo que o número de situações potencialmente anómalas é bastante inferior ao número total de alertas de negociação.

momento e/ou face ao histórico de negociação desse título.

A análise preliminar das operações que formam um padrão anormal de negociação é complementada com uma análise posterior, devidamente fundamentada com base na informação existente, na forma de negociação e no grau de envolvimento dos membros de negociação e dos investidores. Foram analisados mais detalhadamente 110 casos de negociação durante o ano e 12 desses casos deram origem a processos de análise de operações e investigação.

As transações de obrigações admitidas em mercado regulamentado português são analisadas com base em diferentes tipos de alerta. A evolução da taxa interna de rentabilidade até à maturidade (*yield-to-maturity*) e do volume de transações das emissões obrigacionistas de grandes empresas não financeiras colocadas junto do retalho são também analisadas.

No âmbito dos poderes de supervisão de informação divulgada ao mercado, a CMVM determinou a suspensão da negociação de três ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. A suspensão de uma delas precedeu a exclusão definitiva da negociação destas ações (em 08 de abril) na sequência da deliberação de perda de qualidade de sociedade aberta. Foram concomitantemente suspensos pela NYSE Euronext Lisbon os contratos de derivados de que essas ações eram ativo subjacente.

Prosseguiu a atividade de supervisão das vendas a descoberto (*short-selling*) nos mercados regulamentados nacionais, de acordo com o estipulado no Regulamento da CMVM n.º 4/2010 e com o Regulamento n.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho. A recolha, tratamento e divulgação de informação ao mercado, no âmbito dos limites definidos pelo referido Regulamento Europeu, recorre a procedimentos internos desenvolvidos especificamente para a supervisão desta atividade. As vendas a descoberto no mercado acionista português incidiram maioritariamente nos títulos de empresas dos setores da Banca, Telecomunicações e Energia.

Em 2013 foram recebidos 414 comunicados de aumento/redução de posição líquida curta, de 47 entidades distintas, relativos a nove títulos do PSI20. Destes, cinco foram objeto de posição curta líquida superior a 0,5% do capital social da entidade emitente (tendo originado a divulgação de 88 comunicações), o limite definido para a obrigatoriedade de divulgação ao mercado. Algumas destas posições foram entretanto fechadas ou reduzidas para níveis inferiores ao limite de divulgação obrigatória.

No âmbito da supervisão da negociação são analisadas as falhas de liquidação de operações realizadas em bolsa. A análise conjunta da rentabilidade diária dos títulos, da quantidade de ações cuja entrega falhou relativamente à negociação ocorrida três dias antes da data prevista para liquidação e

da reincidência/aumento da falha na sessão seguinte permite identificar situações atípicas e selecionar potenciais situações anómalas suscetíveis de serem associadas a vendas curtas descobertas (*naked short-selling*). Os membros compensadores/liquidadores são questionados quanto à razão que motivou a falha e à identificação do membro negociador responsável por ordenar a operação que a originou. Em 2013 foram solicitados esclarecimentos relativamente a 182 situações de falha de liquidação sobre ações dos títulos do PSI20, com maior incidência nos meses de maio, outubro e dezembro. Os membros negociadores remotos foram responsáveis por cerca de 97% dessas situações.

Em geral, as falhas de liquidação são atribuídas ao cliente do membro negociador, ou a uma contraparte em mercado de balcão (OTC) do cliente do membro negociador ou do próprio membro negociador. As falhas relacionam-se sobretudo com a falta de títulos ou de instrução no sistema de liquidação para cobrir/liquidar a posição. Muitas vezes estas situações relacionam-se com questões operacionais, que impedem que a liquidação física ocorra até ao último ciclo de liquidação na data prevista. Estas situações foram objeto de análise aprofundada.

3.1.2. Supervisão à Atividade de Gestão de Ativos

3.1.2.1. Atividade de Supervisão Presencial

Realizaram-se oito ações de supervisão presencial, sendo sete de rotina e uma de carácter excecional: duas a sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário (SGFII), duas a sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário (SGFIM) e quatro a sociedades de capital de risco (SCR).

A ação de supervisão presencial de carácter excecional a uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário teve como objetivo específico verificar a adequação de meios para o exercício da atividade de gestão de fundos de capital de risco. Na supervisão realizada a uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário foi dado enfoque exclusivo à atividade de gestão de organismos de investimento coletivo mobiliário. A ação incidiu sobre a valorização dos ativos, imputação de custos no património dos fundos geridos e benefícios ilegítimos, e conflitos de interesse. As supervisões às sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário incidiram sobre: i) avaliação e valorização dos imóveis; ii) conflitos de interesses e segregação patrimonial; iii) reduções de capital, no caso particular dos fundos de investimento imobiliário fechados de subscrição particular; iv) investimento em sociedades imobiliárias; e v) custos de financiamento e respetivos contratos.

A supervisão presencial realizada a entidades gestoras de fundos de investimento imobiliário permitiu identificar várias situações de incumprimento. Entre as áreas que apresentam um maior número de

incumprimentos salientam-se: i) organização, meios humanos e políticas e procedimentos adotados, em particular na área de controlo de risco da atividade; ii) políticas de conflitos de interesses e realização de operações condicionadas (autorização/não oposição da CMVM); iii) sistema de *compliance*, serviço de gestão de riscos e relatórios inerentes a estes serviços; iv) suporte formal da tomada de decisões (investimento e financiamento); v) valorização de imóveis: existência de critérios e consistência na sua aplicação; vi) respeito pelo princípio da especialização de exercício e vii) controlo e validação dos relatórios de avaliação de imóveis.

Quadro 52 – Ações de Supervisão Presenciais

Ações de supervisão presenciais						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sociedade Gestoras de Fundos de Investimento Imobiliário	-	1	3	4	2	2
Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário	-	1	4	5	6	2
Sociedades de Capital de Risco	-	-	1	-	5	4
Sociedades Gestoras de Fundos de Titularização	-	-	-	-	2	-
Sociedades de Titularização de Créditos	-	-	-	-	1	-
Entidades Comercializadoras de <i>Unit-Linked</i>	-	-	-	-	1	-
Entidades Comercializadoras de Unidades de Participação	-	-	-	-	-	-
Sociedades Gestoras de Patrimónios	1	3	2	1	3	2
Instituições de Crédito, Sociedades Corretoras e Sociedades Financeiras de Corretagem	6	7	6	5	8	9
TOTAL	7	12	16	15	28	19

Fonte. CMVM

As ações de supervisão presencial a entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário permitiram concluir que, em geral, as normas aplicáveis são cumpridas, mas foram detetados incumprimentos e/ou insuficiências em aspetos como i) a valorização de ativos financeiros; ii) a formalização da tomada de decisões de investimento; iii) a adoção de procedimentos de apuramento e controlo dos montantes devidos a título de retrocessão de comissões por investimento em unidades de participação de fundos de investimento, bem como de limites à atuação dos gestores de fundos de investimento; e iv) a remuneração de depósitos bancários constituídos por conta dos fundos geridos.

Ainda no âmbito das ações de supervisão presenciais desenvolvidas a sociedades gestoras de fundos (SGFIM e SGFII) foram verificados os relatórios e contas (incluindo os relatórios de auditoria) destes intermediários financeiros, bem como os relatórios de controlo interno, com o intuito de obter um maior conhecimento quanto aos requisitos organizacionais das sociedades, designadamente em termos de políticas, procedimentos adotados, e meios materiais e humanos disponíveis.

Quadro 53 – Matérias Analisadas nas Ações de Supervisão Presenciais

	IC	SGP	SC	SFC	SUC	IC	SGFIM	SGFII	SCR	SGFTC	STC	ECUL	Total
Avaliação do carácter adequado das operações	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Categorização de clientes	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Gestão do Risco	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Informação pré-contratual a investidores	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
Informação sobre o serviço prestado	3	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
Ordens de clientes	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Organização interna do intermediário financeiro e segregação de I	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
Outros Assuntos	4	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	5
Registo de clientes e conservação de documentos	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
Salvaguarda de bens	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
Valorização dos activos na gestão de carteiras	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Consultoria para investimento	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Benefícios Ilegítimos e Conflitos de Interesses	0	0	0	0	0	1	1	4	0	0	0	0	6
Segregação Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	4
Organização Interna, Gestão e Meios	0	0	0	0	0	1	0	4	0	0	0	0	5
Mecanismos de Gestão de Riscos	0	0	0	0	0	0	1	4	0	0	0	0	5
Sistema de Controlo do Cumprimento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Serviço de Auditoria Interna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valorização de Ativos	0	0	0	0	0	1	2	4	0	0	0	0	7
Branqueamento de Capitais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financiamentos	0	0	0	0	0	0	1	2	0	0	0	0	3
Encargos Imputados	0	0	0	0	0	1	0	4	0	0	0	0	5
Cumprimento do Regulamento de Gestão	0	0	0	0	0	1	0	4	0	0	0	0	5
Comercialização de <i>Unit-Linked</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras Matérias	0	0	0	0	0	0	6	4	0	0	0	0	10

Fonte: CMVM

Nas ações de supervisão realizadas na área de capital de risco concluiu-se que as sociedades cumprem genericamente as normas aplicáveis. Detetaram-se no entanto alguns incumprimentos e/ou insuficiências, nas áreas de organização, meios humanos e materiais, formalização e adoção de políticas e procedimentos ao nível de conflitos de interesse e gestão de risco. Além disso, constataram-se deficiências nos pressupostos utilizados na avaliação de ativos de capital de risco, incumprimentos de normas legais e regulamentares aplicáveis e imprecisões nos registos contabilísticos relativos a gastos imputados aos fundos de capital de risco.

Na sequência destas ações foram remetidas para apuramento de eventual responsabilidade contraordenacional quatro situações. Foram ainda emitidas notificações às sociedades a exigir o cumprimento das normas infringidas, dentro de prazos definidos para o efeito, e recomendações relativas à adoção de melhores práticas em áreas identificadas como problemáticas.

Foram também analisadas cinco exposições/denúncias apresentadas junto da CMVM (três relativas a fundos de investimento imobiliário, uma referente a fundos de investimento mobiliário e uma referente a um fundo de capital de risco), o que implicou a recolha e análise aprofundada de informação solicitada

às sociedades gestoras e, em alguns casos, ao depositário e ao comercializador.

3.1.2.2. Supervisão aos Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário

Com a entrada em vigor do novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo (RJOIC), foram realizadas análises ao cumprimento do limite máximo de 20% de investimento em ativos emitidos ou garantidos por entidades em relação de grupo com a entidade responsável pela gestão ou com o banco depositário. Foi também efetuada uma análise transversal às carteiras de FIM, com vista ao apuramento do nível de concentração de investimento na mesma entidade ou num conjunto de entidades pertencentes ao mesmo grupo económico. Alguns fundos incumpriam o princípio de diversificação de riscos pelo que tiveram de ajustar a composição do respetivo património.

O processo de adaptação dos documentos constitutivos dos organismos de investimento coletivo abertos de duração indeterminada ao novo RJOIC foi também supervisionado, o mesmo acontecendo com os processos de liquidação de fundos de investimento mobiliário e imobiliário (em particular de fundos estruturados dissolvidos pelo decurso do prazo previsto na constituição e de fundos liquidados antecipadamente).

Prosseguiu o acompanhamento prudencial dos fundos de investimento no âmbito do controlo da informação periódica reportada pelas entidades gestoras. As sociedades gestoras foram notificadas para regularizar as desconformidades detetadas. Os incumprimentos verificados relativamente a FIM relacionaram-se fundamentalmente com o desrespeito da política de investimentos, o que inclui o investimento em ativos não elegíveis e a ultrapassagem de limites legal ou contratualmente definidos. Os principais incumprimentos na esfera dos FII referiram-se ao insuficiente investimento do património em valores imobiliários, sejam esses imóveis, unidades de participação noutros FII ou participações em sociedades imobiliárias. Outras regras aplicáveis à atividade dos fundos de investimento, nomeadamente, o investimento em instrumentos financeiros derivados, o cálculo da perda potencial máxima e o cumprimento dos deveres de prestação de informação à CMVM foram objeto de apertado escrutínio.

Além disso, foram analisados 483 processos relativos a erros de valorização de unidades de participação de fundos de investimento (um aumento de 10% face ao ano anterior), dos quais 222 respeitaram a FIM e 261 a FII. Existiu também um número significativo de erros de valorização nos FIM em consequência de alterações contabilísticas no reconhecimento do imposto sobre mais-valias potenciais.

3.1.2.3. Valorização de Ativos

No âmbito de diferentes processos submetidos pelas entidades gestoras, procedeu-se à análise dos critérios adotados na valorização dos ativos das carteiras dos organismos de investimento coletivo. Foi o caso, por exemplo, das obrigações estruturadas que, pela sua complexidade, exigiu o recurso a modelos de valorização apropriados a cada uma delas.

Destaca-se ainda a análise efetuada à valorização das participações detidas por sociedades e fundos de capital de risco. Foram pedidos esclarecimentos às entidades gestoras e realizadas reuniões com os auditores com o objetivo de discutir os aspetos identificados nos relatórios de auditoria. Semelhante trabalho foi realizado para os fundos imobiliários, em particular aqueles que foram objeto de ênfases e reservas por parte dos seus auditores.

3.1.2.4. Operações com Entidades Relacionadas

A prevenção e a gestão de potenciais conflitos de interesses no âmbito da apreciação de operações com entidades relacionadas continuaram a merecer a atenção especial da CMVM, atentas as adversas condições de mercado. Foram apreciados 10 processos de autorização de operações de aquisição ou alienação de imóveis por FII e seis processos de não oposição referentes a operações de arrendamento. Tal como no ano anterior, foram detetadas operações de transação de imóveis e de arrendamento não submetidas à apreciação prévia da CMVM, que deram origem a processos com vista ao apuramento de eventual responsabilidade contraordenacional.

No âmbito do processo de adaptação das carteiras dos organismos de investimento coletivo ao novo enquadramento legal e regulamentar foi analisada uma operação de alienação com partes relacionadas de um fundo de investimento alternativo, tendo-se adicionalmente analisado a valorização das unidades de participação dos organismos de investimento coletivo da respetiva carteira.

Foram também analisados dois pedidos de realização de operações sobre ativos ilíquidos integrantes das carteiras de fundos de investimento mobiliário com fundos ou entidades relacionadas. As justificações principais que estiveram subjacentes a estes pedidos foram a resolução de incumprimentos de limites ao investimento e a liquidação subsequente dos fundos de investimento mobiliários que integravam esses ativos ilíquidos. A não objeção declarada foi sujeita a condições mínimas de preço consideradas adequadas à salvaguarda dos interesses dos participantes.

3.1.2.5. Relatórios Elaborados por Peritos Avaliadores de Imóveis

Em 2013 foram analisados 242 relatórios de avaliação de imóveis elaborados por Peritos Avaliadores de Imóveis (PAI) inscritos na CMVM, um forte acréscimo face aos 114 analisados no ano anterior. A objetividade e completude dos relatórios, a informação de responsabilização do PAI, a utilização de pelo menos dois dos métodos de avaliação previstos, a coerência dos pressupostos utilizados na avaliação, a prospeção de mercado e os métodos de avaliação escolhidos foram as principais matérias analisadas. Foram efetuados pedidos de esclarecimentos aos peritos avaliadores e solicitadas correções. Sete dos casos deram origem a processos de averiguação para efeitos de determinação de eventual medida procedimental e/ou sancionatória.

3.1.2.6. Capital de Risco

Na atividade de capital de risco destaca-se a entrada em vigor, em 30 de junho, da Instrução n.º 2/2013 que veio redefinir os moldes da prestação de informação à CMVM pelas entidades gestoras de Fundos de Capital de Risco, pelas Sociedades de Capital de Risco e pelos Investidores em Capital de Risco. O envio da informação pelas sociedades gestoras passou a ser efetuado através do domínio de *extranet* da CMVM, o que permite uma maior celeridade, flexibilidade e automatização no tratamento da informação reportada, e facilita os procedimentos de supervisão prudencial desta atividade.

3.1.2.7. Titularização de Créditos

A CMVM supervisionou cinco operações de emissão de obrigações titularizadas, através do controlo da estruturação das operações e da verificação da existência de fundos próprios pelas Sociedades de Titularização de Créditos no âmbito dessas emissões. Adicionalmente, foram supervisionadas 25 carteiras de créditos afetas às emissões de obrigações titularizadas vivas que se encontram em período de *revolving*.

3.1.3. Supervisão de Outros Aspetos da Intermediação Financeira

O reforço dos mecanismos e procedimentos que permitem aos intermediários financeiros cumprir com total eficácia o normativo em vigor e a verificação das práticas seguidas por estes nas relações comerciais que estabelecem com os seus clientes continuaram a ser prioridades da supervisão à intermediação financeira.

Em matéria de supervisão a intermediários financeiros foram realizadas 11 supervisões presenciais (sete a bancos nacionais, duas a sociedades gestoras de património, uma a sociedade corretora e outra a uma sucursal de uma instituição de crédito). As principais áreas analisadas (ver Quadro 77) foram as referentes à organização interna dos intermediários financeiros, ao tratamento das ordens dos clientes e a vários aspetos relacionados com a prestação e o tratamento da informação entregue ou recolhida dos clientes, seja no que se refere à divulgação de informação pré e pós-contratual pelo intermediário financeiro, seja no que respeita à avaliação da adequação das operações aos investidores.

Os intermediários financeiros receberam notificações para a regularização das situações de incumprimento detetadas, com especial ênfase no que se refere ao tratamento de ordens de clientes (incluindo a definição e a comunicação da política de melhor execução), à informação pré-contratual prestada e à salvaguarda de bens de clientes. No total, sobre estes e outros assuntos, foram efetuadas 121 notificações.

3.1.3.1. Supervisão da Atividade de Análise Financeira

O ano de 2013 fica caracterizado por uma intensificação das análises aprofundadas a relatórios de *research*, sendo solicitados esclarecimentos aos intermediários financeiros sempre que necessário. Foram realizadas quatro análises aprofundadas que envolveram 46 relatórios de *research* sobre 15 intermediários financeiros. A supervisão desenvolveu-se também através das ‘análises de intervenção rápida’ que visam identificar casos de manipulação de mercado e instrumentalização desta atividade. São análises a relatórios de investimento mais detalhadas do que as ‘análises sumárias’ e mais rápidas do que as ‘análises aprofundadas’, e procuram alertar prontamente para a divulgação de um *research* suscetível de alterar a negociação, quer pelo seu conteúdo, quer pelo facto de conter mudanças significativas dos preços-alvo e/ou das recomendações de investimento. Foram realizadas 11 análises de intervenção rápida no último ano.

A CMVM publicou como habitualmente um relatório especializado sobre a atividade de supervisão da

análise financeira.³⁸ Este relatório serve um propósito triplo: o de acompanhar e dar conhecimento ao mercado da atividade de análise financeira sobre ações admitidas à negociação em Portugal; o de documentar publicamente a atividade de supervisão sobre a atividade de *research* e o de promover publicamente a análise do cumprimento das recomendações da CMVM relativas a esta atividade. Num contexto em que o mercado de capitais evidencia sinais de alguma recuperação e em que se perspetivam algumas operações de colocação de instrumentos financeiros em Portugal, uma das preocupações da CMVM é a de garantir que as recomendações efetuadas pelos intermediários financeiros que acompanham as operações são isentas e transparentes, promovendo o acesso dos investidores a análise financeira de qualidade.

3.1.3.2. Supervisão dos Relatórios do Sistema de Controlo Interno

Durante o ano foram recebidos e analisados 105 relatórios de controlo interno relativos a Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário, a Sociedades Gestoras de Fundos de Titularização de Créditos, a Sociedades de Titularização de Créditos, a Instituições de Crédito, a Empresas de Investimento e a uma Instituição Financeira de Crédito. Estes relatórios eram referentes ao segundo semestre de 2012 e ao primeiro semestre de 2013.

A análise do conteúdo dos relatórios de controlo interno centrou-se na avaliação dos requisitos enunciados no artigo 11.º-A do Regulamento n.º 2/2007 (alterado pelos Regulamentos n.º 3/2008, n.º 3/2010 e n.º 2/2011, todos da CMVM), na avaliação das deficiências do sistema de controlo interno, dos riscos que representam e do seu impacto nas demonstrações financeiras das sociedades gestoras e na apreciação da eficácia das funções de controlo e respetiva independência em relação aos órgãos de administração.

Vários relatórios reportam insuficiências detetadas pelos auditores. As principais diziam respeito a: i) normas e manuais de procedimentos internos inexistentes e/ou desatualizados; ii) não comunicação à CMVM das diferenças de quantidades entre os títulos registados na aplicação de custódia e as quantidades apresentadas pelas entidades custodiantes, que persistiam há mais de um mês; iii) deficiente/inexistente avaliação formal das entidades custodiantes; e iv) incorreta validação e monitorização de documentação referente às instruções de clientes. Foram ainda identificadas várias

³⁸ Disponível em

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/Estudos/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Research_2013_v1.pdf

deficiências formais, designadamente em termos do número e do montante agregado das operações analisadas em cumprimento da Lei da Prevenção do Branqueamento de Capitais e Financiamento de Terrorismo, do número e do montante agregado de ordens e operações sobre instrumentos financeiros analisadas no âmbito da defesa do mercado, do detalhe das reclamações recebidas e da informação sobre atividades exercidas por agentes vinculados.

Frequentemente as deficiências resultam da ausência de integração automática entre sistemas informáticos, de existência de fragilidades na parametrização e na configuração de acessos às aplicações utilizadas, de procedimentos de controlo insuficientes em algumas áreas, da ausência da formalização, aprovação e adoção de procedimentos operacionais, da desatualização de manuais de procedimentos, da automatização insuficiente em determinados processos operacionais, da ausência de supervisão independente em algumas funções (controlo e operacionais), de incumprimentos nos prazos de reporte, da deficiente segregação de funções e da inexistência de plano de continuidade de negócio. Algumas das deficiências já tinham sido identificadas em relatórios de controlo interno anteriores pelo que não foram corrigidas como previsto. Tal indicia a existência de dificuldades na adequação da organização das sociedades e de fragilidades do sistema de controlo interno, embora em geral as entidades tenham apresentado justificações para o adiamento do calendário inicialmente previsto para a resolução de tais deficiências. Por outro lado, verificou-se uma insuficiente descrição dos parâmetros de alerta estabelecidos e dos níveis de risco tolerados em cada atividade de intermediação financeira exercida.

Em alguns relatórios não existe evidência dos procedimentos desenvolvidos pelo *compliance* tendo em conta que as deficiências foram apontadas pela auditoria externa (ROC) ou pelo Fiscal Único, ou por outras unidades orgânicas, não sendo possível concluir acerca da intervenção do responsável do controlo de cumprimento nesta tarefa e que não se encontra a ser elaborado o relatório a que se refere a alínea f) do n.º 2 do artigo 305.-A do Cód.VM.

Nos casos em que se verificou insuficiência ou desconformidade da informação contida nos relatórios de controlo interno, a CMVM solicitou informação adicional tendo em vista colmatar as lacunas mencionadas e acompanhou as medidas adotadas para a regularização dessas situações.

3.1.3.3. Supervisão dos Relatórios dos Auditores Externos sobre Relatórios e Contas de Fundos de Investimento e Respetiva Entidade Gestora

Durante o ano foram analisados relatórios de auditoria sobre informação financeira dos FIM e FII, cuja data de reporte se refere, respetivamente, a 31 de dezembro de 2012 e a 30 de junho de 2013, tendo

sido atribuída relevância particular às reservas e/ou ênfases emitidas pelos auditores e ao tratamento que subsequentemente lhes foi dado pelas entidades gestoras.

Quadro 54 – Relatórios dos Auditores Relativos às Contas dos Fundos Mobiliários e Imobiliários

Relatórios dos Auditores	Data de Reporte				
	30.6.2011	31.12.2011	30.6.2012	31.12.2012	30.06.2013
Número de Relatórios	153	537	308	531	284
Ênfases	45	205	71	218	92
Reservas	1	7	5	25	3

Fonte. CMVM

As reservas nos FIM respeitaram essencialmente à limitação do auditor no acesso à informação que tem por base a valorização de determinados ativos em carteira por esta não se encontrar disponível e à sobrevalorização ou subvalorização de rubricas do balanço. Nos FII, o limite do âmbito de análise está em geral relacionado com i) a incerteza quanto à razoabilidade e aderência dos pressupostos utilizados na aferição do valor realizável líquido dos imóveis em carteira; ii) a existência de adiantamentos por conta da aquisição de imóveis, cujo prazo para a escritura já foi ultrapassado; iii) a possibilidade de eventuais responsabilidades omitidas no âmbito de processos judiciais em curso; iv) o risco de continuidade de negócio, o risco de liquidez e o risco de crédito; v) potenciais perdas em virtude da existência de saldos devedores provisionados e por desvalorização de imóveis; vi) processos a decorrer junto da autoridade tributária relacionados com dívidas fiscais em mora e pedidos de reembolso de impostos; e vii) data de duração ou liquidação de fundos.

As ênfases identificadas corresponderam fundamentalmente a: i) incerteza quanto aos critérios ou métodos utilizados na valorização dos ativos em carteira; ii) incumprimento de limites legais ao investimento, composição do património, número de participantes ou valor líquido mínimo sob gestão do fundo; iii) incerteza nos pressupostos utilizados na avaliação de imóveis por parte dos peritos avaliadores de imóveis (FII); iv) risco de continuidade de negócio e risco de liquidez; v) imposto sobre valias potenciais geradas até 1 de abril de 2013 (indicação do valor estimado com potencial impacto nas demonstrações financeiras dos FIM); vi) mudança de auditor; vii) termo de duração ou início de liquidação do fundo; viii) fusão por incorporação; ix) problemas de comparabilidade das demonstrações financeiras (devido a limitações de âmbito existentes em anos anteriores ou ao facto de se tratarem de fundos constituídos no ano); e x) sobrevalorização de imóveis/participações em sociedades

imobiliárias.

Foram também analisados 35 relatórios de auditores referentes à certificação de contas anuais de fundos de titularização de créditos e quatro relatórios de auditores relativos às contas anuais de sociedades de titularização de créditos, dos quais quatro continham ênfases. As ênfases respeitaram ao incumprimento de limites legais ou de regras definidas no regulamento de gestão dos fundos, liquidação de créditos em data posterior à maturidade das unidades de titularização de créditos, ausência de comparativos das demonstrações financeiras e menção ao processo de administração de falência do acionista da sociedade.

Na atividade de capital de risco foram analisados 102 relatórios de auditoria referentes às contas das sociedades de capital de risco (30) e dos fundos de capital de risco (72) reportadas a 31 de dezembro de 2012. Havia 59 relatórios de auditoria sem reservas e sem ênfases, três com reservas e com ênfases, dois apenas com reservas e 38 apenas com ênfases. As reservas respeitaram fundamentalmente a questões relativas à valorização dos investimentos em carteira e à necessidade de constituição de imparidades relativas a valores registados nas rubricas de contas a receber. As ênfases corresponderam principalmente à ausência de comparativos das demonstrações financeiras (devido ao facto de se tratarem de sociedades ou fundos novos), aos critérios ou métodos de valorização de ativos e a eventuais problemas de continuidade das operações das sociedades e/ou fundos de capital de risco.

3.1.4. Supervisão de Emitentes de Valores Mobiliários Cotados

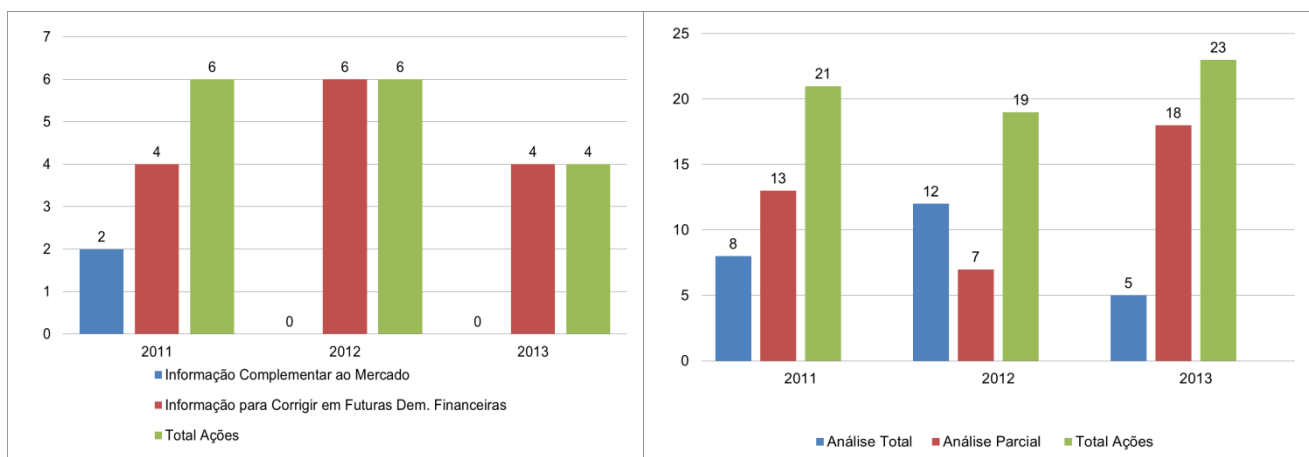
3.1.4.1. Supervisão da Informação Financeira

A informação financeira supervisionada inclui as demonstrações financeiras relativas a entidades emitentes sujeitas ao dever de divulgação, nos termos conjugados dos artigos 245.º e 250.º-A do Cód.VM, a informação financeira incluída em prospetos aprovados pela CMVM e a informação financeira divulgada em comunicados de informação privilegiada. A supervisão da informação financeira de emitentes é baseada num modelo de risco interno e cumpre com as orientações da ESMA, estabelecidas nos *Standards* n.º1 (ref. CESR/03-0731) e n.º2 (ref. CESR/03-317c2). A verificação da aplicação adequada das Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS)³⁹, conforme

³⁹ As IFRS incluem as normas emitidas pelo International Accounting Standards Board (IASB), bem como as interpretações emitidas pelo IFRS Interpretations Committee e órgãos antecessores.

endossadas pela União Europeia, permitiu assegurar a comparabilidade da informação divulgada pelas diferentes entidades e, em última análise, uma maior qualidade e transparência da informação.

Gráfico 89 - Supervisão da Informação Financeira - Ações Adotadas (esquerda) e Análises de Demonstrações Financeiras - Número de Emitentes (direita)



Fonte: CMVM

A supervisão da informação financeira poderá efetuar-se em regime total ou parcial. No primeiro caso, os documentos de prestação de contas são sujeitos a análise total e aprofundada, sendo preenchida uma *checklist* detalhada das divulgações exigidas pelas referidas normas, de forma a verificar a completude e correção das informações contidas nos documentos de prestação de contas do emitente. No segundo caso, a análise incide apenas nalgumas áreas de risco acrescido, previamente identificadas de acordo com as características específicas do emitente, do mercado em que este se insere e das atividades por si desenvolvidas ou com a conjuntura económica e financeira nacional e internacional.

Embora tenha havido um aumento da qualidade da informação, permanecem ainda algumas áreas que podem ser objeto de melhoria. Seguindo a prática de anos anteriores, a CMVM emitiu uma circular (Envio e publicação dos documentos de prestação de contas anuais previstos no artigo 245.º do Cód.V.M. e artigo 8.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008) onde alertava as entidades emitentes para áreas em que foram detetadas deficiências na aplicação das normas em vigor e que, portanto,

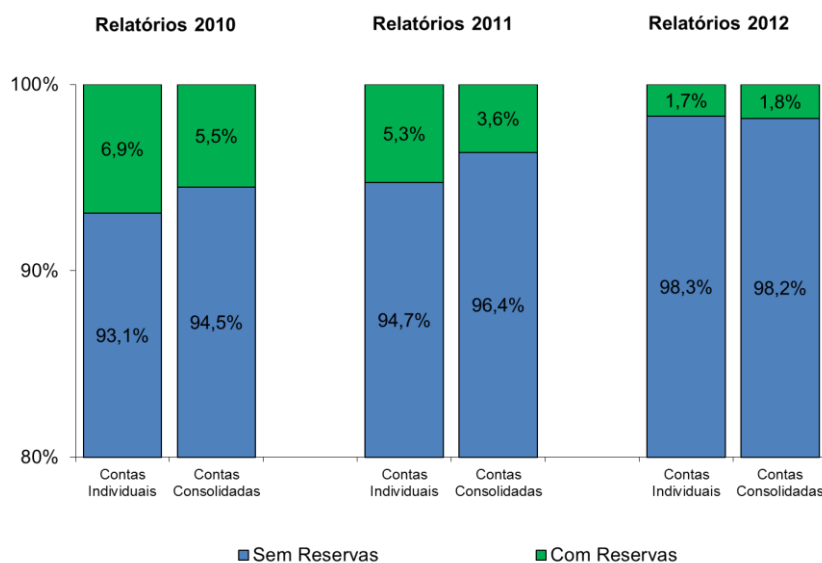
deveriam ser objeto de especial atenção aquando da preparação das contas anuais.

3.1.4.2. Apresentação de Informação Financeira

Foram 59 os emitentes que divulgaram informação financeira anual ao mercado, dos quais 46 são entidades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. No seguimento da fusão por incorporação do Banif, SGPS no Banif - Banco Internacional do Funchal (Banif), a primeira, na qualidade de sociedade incorporada, foi extinta e as ações do Banif começaram a ser negociadas em bolsa. Adicionalmente, na sequência da aquisição potestativa das ações da Fisipe pela SGL Carbon GmbH, aquela entidade perdeu a qualidade de sociedade aberta e foi excluída da negociação em mercado, nos termos do disposto no artigo 194.º do Cód.VM.

O número de emitentes que têm outros valores mobiliários admitidos à negociação (inclui emitentes apenas com empréstimos obrigacionistas sujeitos à prestação de informação financeira, nos termos do artigo 245.º conjugado com o artigo 250.º-A) aumentou para 13. Com efeito, quatro novas entidades (Banco Popular Portugal, Brisa - Concessão Rodoviária, STCP - Sociedade de Transportes Coletivos do Porto e ANAM - Aeroportos e Navegação Aérea da Madeira) passaram a ter empréstimos obrigacionistas nas condições referidas e o Banif passou a ser incluído no grupo de emitentes com ações admitidas à negociação. A ANAM tem um empréstimo obrigacionista admitido à negociação no Luxemburgo, tendo em 2012 escolhido a CMVM como autoridade competente nos termos do artigo 244º-A. do Cód.VM.

Gráfico 90 – Opinião dos Auditores



Fonte: CMVM

Verificaram-se alguns atrasos pontuais (três emitentes) na divulgação da informação financeira anual no sítio da CMVM na Internet (cinco no ano anterior). Apenas um emitente divulgou informação financeira anual ao mercado com um relatório de auditoria respeitante às contas consolidadas contendo reservas (dois no ano anterior). Nas contas individuais registou-se também uma diminuição no número de emitentes com reservas no relatório do auditor de três para um.

Foram 57 (45) os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação obrigados a divulgar informação financeira respeitante ao primeiro semestre (primeiro e terceiro trimestres) do exercício de 2013, dos quais 45 tinham ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Não ocorreu qualquer atraso na divulgação dos documentos de prestação de contas trimestrais e semestrais.

3.1.4.3. Participações Qualificadas e Elisões de Presunção

Em 2013 realizaram-se 15 ações de supervisão (13 concluídas no ano) no âmbito do acompanhamento da estrutura acionista, do controlo societário e do cumprimento dos deveres de comunicação de participações qualificadas em entidades emitentes, tendo por objetivo a clarificação da cadeia de controlo e de imputação das participações qualificadas. Oito das situações analisadas foram remetidas para o departamento jurídico para avaliação do seu merecimento contraordenacional.

No ano em referência foram apresentados dois pedidos de elisão da presunção legal de que os acordos relativos à transmissibilidade de ações, celebrados entre as partes, representavam instrumento de exercício concertado de influência, em relação à sociedade emitente das ações objeto desses acordos.

3.1.4.4. Governo das Sociedades

A CMVM preparou aquela que será a última edição, nos moldes atuais, do Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas relativo ao exercício de 2012, dedicado à caracterização das estruturas e das práticas de governo adotadas pelas sociedades sujeitas à supervisão da CMVM e à análise da adoção das recomendações aplicáveis no exercício em apreço.⁴⁰ Tal como em relatórios anteriores, a CMVM promoveu a audição prévia das entidades emitentes tendo por objetivo minimizar diferenças interpretativas na aplicação das recomendações e, concomitantemente, reduzir o número de divergências resultante do confronto da autoavaliação efetuada pelas sociedades com a que foi realizada pela CMVM. Em próximos exercícios deixará de ser feita a avaliação pública da qualidade do governo dos emitentes individualmente considerados. Assim, além da caracterização das estruturas e práticas de governo adotadas, a CMVM passará a reportar apenas uma síntese da sua atividade de supervisão nesta matéria. Tal implica necessariamente uma avaliação do cumprimento dos deveres impostos às sociedades cotadas pelo Regulamento da CMVM n.º 4/2013 sobre Governo das Sociedades, aprovado a 18 de julho de 2013 e que entrou em vigor a 1 de janeiro de 2014. Nesse contexto, entre outros aspetos, reportar-se-á informação estatística ou outra sobre as situações de incumprimento detetadas e sobre as ações desencadeadas pela CMVM, no cumprimento das suas obrigações legais, para a sua sanção e/ou punição.

Deste modo, a atividade da CMVM no domínio do governo societário passará a centrar-se na supervisão do cumprimento das obrigações legais e regulamentares dos emitentes, deixando a soluções de autorregulação a tarefa de avaliação pública da qualidade do governo de cada sociedade que pode, nesse âmbito, ser conduzida com total liberdade de apreciação.

Além da alteração ao Regulamento sobre o Governo das Sociedades, de que se dá conta noutra seção deste relatório, no decurso do ano foi aprovado o Código de Governo das Sociedades da CMVM que implicou uma revisão das recomendações que constavam do Código de Governo das Sociedades de

⁴⁰ Disponível em:

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/Estudos/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Governo%20Societ%C3%A1rio%202012_vf.pdf

2010. Nesta revisão foi clarificada a redação das recomendações que suscitavam dúvidas interpretativas, tendo-se eliminado sobreposições entre recomendações e normas imperativas. Procedeu-se ainda ao desdobramento de algumas recomendações de conteúdo múltiplo em recomendações individuais, a fim de evitar que uma recomendação cujo conteúdo é predominantemente adotado não seja considerada como tal em virtude de incumprimento de alguma(s) da(s) alíneas em que se decompõe. Contudo, evitou-se o desdobramento nos casos em que a boa prática apenas seja garantida com o preenchimento das múltiplas vertentes identificadas. Passou ainda a admitir-se a existência de situações de cumprimento parcial das recomendações, caso em que deve igualmente ser apresentada justificação suficiente para a qualificação da recomendação em causa como parcialmente cumprida.

É de notar, por fim, que as sociedades deverão promover a apreciação do seu grau de adoção no relatório de governo societário, de acordo com o princípio “cumpre ou explica” (princípio cuja observância constitui, nos termos do quadro regulatório em vigor, um dever jurídico previsto no art. 245.º-A/1/n) do Cód.VM). Considerando que, na perspetiva dos investidores, uma adequada justificação para o incumprimento é tão relevante quanto o cumprimento de determinada recomendação, pretende proporcionar-se às sociedades não só um amplo espaço para identificação dos motivos da não adoção de uma recomendação, como ainda a necessidade de a mesma identificar, no âmbito do “explica”, os mecanismos alternativos por si adotados para a prossecução do objetivo da recomendação não cumprida.

3.1.5. Registos e Autorizações

3.1.5.1. Operações

O número de registos concedidos no âmbito de operações do mercado de capitais e de processos de aprovação de prospetos aumentou 25% relativamente ao ano anterior. Após cinco anos sem que tenham ocorrido ofertas públicas iniciais, deram entrada na CMVM dois pedidos de aprovação de prospeto de OPV das ações representativas de parte do capital social dos CTT – Correios de Portugal, SA e do Espírito Santo Saúde, SGPS, SA, tendo este último processo transitado para 2014. Confirmou-se, assim, mas agora no segmento acionista, a evolução já registada no ano anterior de fortalecimento do papel do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas.

O mercado de dívida continuou a apresentar algum dinamismo, com a entrada de 10 pedidos de aprovação de prospetos de ofertas públicas de subscrição, de que se destacam seis ofertas realizadas

pelo Banco BPI, SA, duas operações de financiamento do Banif - Banco Internacional do Funchal, SA, e dois empréstimos obrigacionistas emitidos pela Sport Lisboa e Benfica – Futebol, SAD e pela Mota-Engil, SGPS, SA.

No que respeita a outros processos de ofertas públicas de subscrição, deram entrada e foram aprovados dois pedidos, o do aumento do capital social do Banif - Banco Internacional do Funchal, SA no âmbito do seu plano de recapitalização e a operação (inicial) de subscrição de unidades de participação, representativas do Fundo de Participação da Caixa Económica Montepio Geral, neste último caso uma inovação face à equivalência destes valores mobiliários a ações.

Relativamente às ofertas públicas de aquisição de ações, deu entrada, já no final do ano, o pedido relativo à oferta pública de aquisição na modalidade de troca lançada sobre ações próprias pela Sonaecom, SGPS, SA, que transitou para 2014.

Quatro emitentes nacionais recorreram à figura do prospeto de base para programas de emissão de dívida. Foram aprovados os prospectos de base de obrigações hipotecárias do Banco Santander Totta, SA, e da Caixa Geral de Depósitos, SA, ao abrigo dos respetivos programas de emissão no valor de €12,5 mil milhões e de €15 mil milhões, bem como os prospectos base do Banco Popular Portugal, SA e do Banco Comercial Português, SA, no âmbito dos programas de emissão de dívida denominados *Euro Medium Term Note Programme*, respetivamente no valor de €2,5 mil milhões e de €12,5 mil milhões.

Quadro 55 - Registo Operações/Aprovações Prospectos

Tipo de Operações/Prospectos	Transitados de		Entrados		Registados/Aprovados		Recusados		Retiraram		Desistiram/Não		Transitados para	
	2012	2011	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2014	2013
OPSO	0	0	10	3	10	3	0	0	0	0	0	0	0	0
OPSA	0	0	2*	3	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0
OPVA	2	1	2	1	1	0	1	0	0	0	0	0	2	2
OPA	2	2	3	5	1	5	0	0	0	0	0	0	4	2
Sub-total de Ofertas	4	3	15	12	14	11	1	0	0	0	0	0	6	4
APB	2	0	4	7	4	4	0	0	0	0	0	2	2	2
APADM	2	0	10	5	7	5	0	0	0	0	1	2	4	2
AQP	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL	8	3	29	25	25	21	1	0	0	0	1	4	12	8

Fonte: CMVM

Legenda: OPSO - Oferta pública de subscrição de obrigações; APB - Aprovação de Prospectos Base; OPSA - Oferta pública de subscrição de ações; APADM - Aprovação de Prospectos de Admissão (sem antecedência de oferta pública); OPVA - Oferta pública de venda de ações, inclui recolha de intenções; OPA - Oferta pública de aquisição; AQP - Aquisições potestativas.

* - Inclui oferta pública de subscrição de unidades de participação

Os prospectos de admissão, sem ofertas públicas precedentes, aprovados respeitaram na sua maioria

a admissões em mercado regulamentado de obrigações titularizadas (cinco em sete processos). Foram ainda aprovados os prospetos de admissão de obrigações clássicas emitidas através de subscrição particular pela Sonae Investimentos, SGPS, SA e pela Galp Energia, SGPS, SA, bem como a admissão de ações subscritas por investidores de referência do Banif - Banco Internacional do Funchal, SA no âmbito da segunda fase do respetivo plano de recapitalização.

3.1.5.2. Gestão de Ativos

Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário

Em matéria de autorização para a constituição de fundos de investimento, verificou-se uma redução de cerca de 22% no número de fundos de investimento autorizados no ano, face ao ano anterior, diminuição registada essencialmente nas autorizações de fundos de investimento mobiliário. À semelhança do sucedido nos fundos harmonizados, também nos FEI se denota a tendência para a constituição de fundos de obrigações com estratégias de investimento passivas, em detrimento dos fundos de ações.

Os FIIAH foram introduzidos no ordenamento jurídico português pela Lei do Orçamento de Estado de 2008 – Lei n.º 64-A/2008 de 31 de dezembro, com dois objetivos primordiais: contribuir para o desagrevamento dos encargos das famílias e criar um estímulo adicional ao mercado do arrendamento urbano em Portugal. O regime dos FIIAH foi alterado em 2013, pela Lei n.º 83-C/2013 de 31/12, no que concerne à prorrogação até 31 de dezembro de 2015 do prazo para a constituição destes fundos e à prorrogação até à mesma data de normas relativas ao regime tributário. Até à data os FIIAH foram promovidos, sobretudo, pelas instituições bancárias com exposição ao mercado imobiliário, uma vez que este regime especial permitiu canalizar os imóveis que estavam afetos ao património imobiliário dos Bancos, em resultado do crédito à habitação, para uma gestão especializada por parte das sociedades gestoras.

Três dos FEII autorizados não se chegaram a constituir, sendo que dois resultariam de um processo de cisão que não se concretizou. Por outro lado, a constituição dos restantes FEII foi efetuada por subscrição particular. É ainda de salientar o registo concedido à Nexponor - Sociedade Especial de Investimento Imobiliário de Capital Fixo - SICAFI, SA, a primeira SIIMO constituída em Portugal.

O número de fundos de investimento liquidados em 2013 (37) caiu face ao verificado no ano anterior (40). Ao longo do ano foram liquidados 18 fundos especiais de investimento mobiliário com fundamento no decurso do prazo inicialmente previsto e liquidaram-se antecipadamente 10 fundos de investimento

mobiliário por decisão da entidade gestora fundada no interesse dos participantes (reduzida dimensão do montante sob gestão e incompatibilidade da política de investimentos com disposições introduzidas pelo novo RJOIC). Ocorreram outras extinções de fundos de investimento mobiliário por via de processos de fusão, na sua maioria motivados pela reduzida dimensão e com o objetivo de obter economias de escala.

Em matéria de liquidação de fundos de investimento imobiliário, por razões diversas pode haver um desfasamento temporal significativo entre a decisão de liquidação e o efetivo reembolso aos participantes. Em 2013 foi iniciado o processo de liquidação de seis fundos e foi concluído o processo de reembolso aos participantes do produto da liquidação de nove fundos, cinco deles FEII. Do conjunto de fundos imobiliários cujo processo de liquidação foi concluído em 2013, dois haviam entrado em liquidação no próprio ano, cinco em 2012 e dois em 2010. Apenas num dos casos a liquidação se deveu ao decurso do prazo de maturidade do fundo. Nos demais, a decisão de liquidação antecipada foi tomada pelos participantes sendo invocada, na generalidade dos casos, a evolução desfavorável do mercado imobiliário ou as alterações do regime fiscal subjacente.

Quadro 56 - Processos Administrativos de Fundos de Investimento em 2013

Tipo de Fundo	Autorização para Constituição	Autorização para Alteração	Fusão¹	Liquidação
Fundos de Investimento Mobiliário (OICVM)	5	53	6	5
Fundos Harmonizados	5	44	5	3
Mercado Monetário	1	4	0	0
Tesouraria		8	1	1
Obrigações	2	10	3	
Mistos	1	4		1
Ações	1	10	1	1
Fundos de Fundos		8		
Garantidos				
Flexíveis				
FPA		2		2
FPR/E		7	1	
Fundos Fechados				
Outros Fundos Não Harmonizados				
Fundos Especiais de Investimento	4	23	4	23
Fundos de Investimento Imobiliário	12	88	0	9
Abertos	0	5		0
Fechados	0	43		4
Arrendamento Habitacional	4	0		0
Fundos Especiais de Investimento Imobiliário	7	36		5
Sociedades de Investimento Imobiliário (SIIMO)	1	1		0
Fungepi	0	3		0
TOTAL	21	164	10	37

Fonte: CMVM.

¹ Considera-se, para efeitos da referida classificação, a tipologia do fundo incorporante.

Fonte: CMVM

Legenda: Considera-se, para efeitos da referida classificação, a tipologia do fundo incorporante.

A CMVM tem autorizado a prorrogação do prazo de liquidação de alguns dos FII além do período legal de um ano atendendo ao desfasamento temporal até à liquidação financeira dos fundos em virtude das atuais condições de mercado e a consequente dificuldade na alienação dos imóveis. Em 2013 foram concedidas 15 prorrogações do prazo de reembolso do produto da liquidação de fundos de investimento imobiliário.

Foram objeto de não oposição pela CMVM 184 processos de alteração aos documentos constitutivos de fundos de investimento. Os processos de FIM respeitaram sobretudo a alterações à política de investimento, resultantes da necessidade de adaptação da estratégia de investimento às condições (e perspectivas de evolução) do mercado, bem como do processo de redefinição da gama de oferta de fundos de investimento das respetivas sociedades gestoras. Nos FII os processos referiram-se a alterações das políticas de investimento e de rendimentos, de substituição da entidade gestora e do depositário, e à prorrogação dos prazos de duração dos fundos fechados e de reembolso das unidades de participação.

Titularização de Créditos

Não houve qualquer autorização para a constituição de novos fundos de titularização de créditos, e foram liquidados cinco fundos (três invocando o fundamento da *clean-up call*⁴¹ e os demais com fundamento do interesse na liquidação antecipada por parte do detentor único).

Por sua vez, as emissões de obrigações titularizadas respeitaram a crédito hipotecário, crédito ao consumo, outros créditos dentro do sistema financeiro (contratos de crédito concedido a empresas e créditos em incumprimento) e créditos fora do sistema financeiro. A emissão relativa a créditos fora do sistema financeiro constituiu uma inovação face a anos anteriores e correspondeu à cessão dos créditos tarifários e ajustamentos da política energética detidos pela EDP Universal.

Os processos de alteração aos documentos constitutivos, no âmbito da titularização de créditos, foram respeitantes à modificação de normas referentes à alienação de créditos, à alteração do representante do auditor do fundo e à introdução de critérios de elegibilidade.

⁴¹ Opção de liquidação do fundo quando o valor dos créditos representa menos de 10% do valor inicial do património autónomo.

Quadro 57 - Processos Administrativos de Titularização de Créditos

	Autorização para constituição		Autorização para alterações FTC
	n.º FTC	Montante emitido UTC (10 ⁶ €)	
Crédito hipotecário	0	0	2
Crédito ao consumo	0	0	2
Créditos a PME	0	0	0
Outros ou vários créditos dentro do sistema financeiro	0	0	0
Total de Fundos de Titularização de Créditos	0	0	4

Fonte: CMVM.

Fonte: CMVM

Quadro 58 - Emissões de Obrigações Titularizadas

	Emissões de Obrigações Titularizadas	
	n.º	Montante emitido OT (10 ⁶ €)
Crédito hipotecário	1	1.373,2
Crédito ao consumo	2	302,6
Outros créditos dentro do sistema financeiro	2	845,4
Créditos fora do sistema financeiro	1	455,1
Total de Emissões de Obrigações Titulariz	6	2.976,3

Fonte: CMVM.

Fonte: CMVM

Capital de Risco

A CMVM concedeu o registo a duas novas sociedades de capital de risco. Em linha com o verificado no ano anterior, também estas sociedades pretendem atuar no mercado, numa fase inicial, apenas através da gestão de fundos de capital de risco.

Em resultado da redefinição do modelo de gestão pública na área do capital de risco ocorrido em 2012, que veio a culminar na fusão por incorporação da AICEP Capital, SCR, SA e da TC Turismo Capital, SCR, SA (sociedades incorporadas) na Inovcapital, SCR, SA (sociedade incorporante, que alterou a denominação para Portugal Capital Ventures, SCR, SA) e a consequente extinção das duas primeiras, a sociedade incorporante passou a ter sob gestão vários fundos de capital de risco com políticas de investimento idênticas. Com o objetivo de tornar a gestão desses fundos mais eficiente, a nível operacional, de redução de custos e de potenciação da capacidade de investimento, os três fundos de capital de risco geridos por esta sociedade foram fundidos por incorporação. No âmbito da redefinição da estratégia para a área de capital de risco do Grupo Caixa, assistiu-se também à fusão por incorporação de dois fundos geridos pela Caixa Capital, SCR, SA. Na sequência das duas operações

de fusão mencionadas foram extintos por incorporação três fundos de capital de risco.

Iniciaram atividade os três fundos criados ao abrigo do concurso 01/SAFPRI/2012, o FCR Revitalizar Norte, o FCR Revitalizar Centro e o FCR Revitalizar Sul, geridos, respetivamente, pela Explorer Investments, SCR, SA, pela Oxy Capital, SCR, SA e pela Capital Criativo, SCR, SA. Os três fundos agregam um montante total de capital previsto de €220 milhões.

No seguimento do processo de recapitalização, foram impostos aos bancos intervencionados valores mínimos de investimento anual em participações sociais em PME e em sociedades de média capitalização (*Mid-Cap*). A solução encontrada foi a constituição de fundos de capital de risco a subscrever pelo Banco Comercial Português, Caixa Geral de Depósitos, Banif – Banco Internacional do Funchal e Banco BPI, cujos compromissos anuais de investimento ascendem, em termos globais, aos €100 milhões por um período de cinco anos. O compromisso levou à constituição dos fundos Millennium Fundo de Capitalização, FCR, Caixa Crescimento, FCR, Fundo Banif Portugal Crescimento, FCR e FCR Inter-Risco II CI.

As condições adversas sentidas na economia portuguesa, a situação económico-financeira das empresas e a crescente dificuldade na obtenção de liquidez através dos meios tradicionais de financiamento posicionam estes fundos de capital de risco como uma alternativa ao financiamento bancário. Por estas razões, foram ainda constituídos três outros fundos de capital de risco que representam a colocação em subscrição de um montante máximo de cerca de €105 milhões. Assim, em 2013 foram constituídos dez novos fundos de capital de risco, que representam um potencial de investimento nos próximos anos de cerca de €825 milhões.

3.1.5.3. Outros Aspetos da Intermediação Financeira

Não ocorreram alterações no número de entidades registadas para o exercício das atividades de gestão de instituições de investimento coletivo mobiliário e de fundos de titularização de créditos. No que respeita à gestão de instituições de investimento coletivo imobiliário, foi registada a Nexponor - Sociedade Especial de Investimento Imobiliário de Capital Fixo - SICAFI, SA, que, nos termos da lei, é qualificada como intermediário financeiro. No final do ano encontravam-se registadas 30 SGFII, 20 SGFIM e três SGFTC.

O número de intermediários financeiros registados na CMVM aumentou de 118 para 120. Foram cancelados os registos do Banco Itaú BBA International, SA, do Hyposwiss Private Bank Genève, SA - Sucursal em Portugal, da Lotus, SA e da Grow Investimentos - Gestão de Patrimónios, SA, registaram-

se dois novos intermediários financeiros, a Credit Suisse (Luxembourg) SA - Sucursal em Portugal e a St. Galler Kantonalbank AG - Sucursal em Portugal, e procederam-se a duas alterações de denominações sociais, as do Finibanco, SA para Montepio Investimento, SA e da Blue Activos Financeiros - Sociedade Gestora de Patrimónios, SA para GGH Partners Portugal - Sociedade Gestora de Patrimónios, SA. Por outro lado, houve um acréscimo de 100 empresas de investimento em regime de livre prestação de serviços, para as 2.605 entidades no final de 2013.

3.1.5.4. Peritos Avaliadores de Imóveis

O número de peritos avaliadores de imóveis inscritos na CMVM teve um crescimento mais acentuado do que no ano anterior, o que é parcialmente explicado pelo normativo do Banco de Portugal, emitido em setembro de 2013, relativo à avaliação de imóveis adquiridos em reembolso de crédito próprio por peritos registados na CMVM. Todavia, os peritos identificados no regulamento de gestão dos FII e, por isso, elegíveis para avaliar imóveis detidos ou a investir por FII correspondem a um universo mais restrito. De facto, com base nas carteiras reportadas a 31 de dezembro de 2013, foram apenas 106 os peritos avaliadores de imóveis com atividade efetiva (102 no ano anterior).

Quadro 59 - Registo de Peritos Avaliadores de Imóveis

Peritos Avaliadores de Imóveis Registados	31/12/2012	Cancelados	Registados	31/12/2013
Pessoas Singulares	387	1	137	523
Pessoas Coletivas	162	3	26	185
Total	549	4	163	708

Fonte: CMVM.

Fonte: CMVM

3.1.5.5. Auditores Externos

No final do ano estavam registados na CMVM 39 auditores, correspondentes a 38 sociedades e a um auditor em nome individual. Estas sociedades têm ao seu serviço 354 revisores oficiais de contas, entre os quais 243 sócios e 111 contratados. Apenas cinco destas sociedades têm mais de 10 revisores. Aumentaram de 21 para 23 as sociedades registadas na CMVM com pelo menos um sócio que não é revisor oficial de contas, o que torna mais multidisciplinares as equipas que compõem a auditoria.

Quadro 60 – Registo de Auditores Externos

Factos Averbados	Total de averbamentos	
	2012	2013
Celebração de contratos com Revisores Oficiais de Contas	12	15
Rescisão de contrato com Revisores Oficiais de Contas	10	11
Entrada de novos sócios	20	8
Saída de sócios	8	12
Aumentos de capital	4	1
Mudança de sede	3	4
Alteração da denominação	3	6
Cancelamento de registo	1	0
Total	61	57

Fonte: CMVM.

Fonte. CMVM

Nos termos do artigo 8.º do Regulamento da CMVM n.º 6/2000, foram efetuados 34 pedidos de averbamento ao registo destas sociedades de auditores, que originaram 57 atos de averbamento, de que se salientam a diminuição na entrada de novos sócios e uma maior saída de sócios relativamente ao ano anterior.

3.1.6. Supervisão de Auditores Externos

Ao nível dos procedimentos associados às ações de supervisão presencial a auditores, o modelo de risco existente para o efeito foi objeto de reapreciação em 2013. Intensificou-se a supervisão sobre os requisitos de registo dos auditores externos, em particular os requisitos de independência e o peso que cada cliente representa na carteira do auditor, bem como da adequabilidade dos meios humanos disponíveis. Foi dada atenção ao cumprimento das regras de rotação do auditor nas entidades de interesse público sob supervisão da CMVM.

Foram analisados os relatórios submetidos à CMVM por auditores registados, sobre a informação financeira contida em documentos de prestação de contas, em prospetos, ou outros documentos previstos no Cód.VM, legislação complementar e regulamentos da CMVM, e solicitados

esclarecimentos adicionais e/ou ajustamentos aos respetivos textos sempre que necessário. Foram emitidas circulares a alertar para o cumprimento de determinados deveres, designadamente os de prestação de informação anual obrigatória e de divulgação da informação remetida às emitentes sobre a preparação e apresentação das demonstrações financeiras. A análise das comunicações e denúncias externas resultou na instauração de dois processos de contraordenação a auditores. No acompanhamento regular da atividade dos auditores foram escrutinadas as medidas adotadas para sanar as irregularidades detetadas em anos anteriores.

No plano legislativo e regulamentar foi iniciado o processo de revisão do regime aplicável ao registo dos auditores em Portugal e seus deveres. O Projeto de Regulamento da CMVM relativo ao registo de auditores e seus deveres e a proposta de alteração ao artigo 9.º do Cód.VM foram colocados em consulta pública no final do ano.

Por outro lado, a CMVM assumiu as suas responsabilidades enquanto membro do CNSA, tendo em 2013 assumido a sua presidência através de um membro do Conselho Diretivo, mas igualmente assumido funções de representação de carácter internacional em grupos de supervisão de auditores de que se salienta, a título exemplificativo, a participação no Audit Regulatory Committee (AuRC) e no European Audit Inspection Group (EAIG).

3.1.7. Contencioso

3.1.7.1 Contencioso Contraordenacional

Em 2013 correram na CMVM 136 processos de contraordenação.

O Conselho Diretivo deliberou acusar em 18 processos e proferiu decisão em 23, nos quais foi deliberada a aplicação de 21 coimas, no valor total de €1.372.500. Deste montante, €1.097.500 correspondeu a coimas aplicadas em processos que não foram impugnados pelos arguidos, pelo que a decisão da CMVM se tornou definitiva.

Dos 23 processos decididos apenas 3 foram impugnados judicialmente para o Tribunal da Concorrência, Supervisão e Regulação. Nestes processos estava em causa, respetivamente, a violação do dever de defesa do mercado, a utilização de informação privilegiada por pessoa coletiva - que constitui contraordenação nos termos do artigo 248.º, nº 4 do Código dos Valores Mobiliários - e a violação de regras relativas a comercialização de fundos de investimento.

Os julgamentos em dois destes processos decorreram, ainda em 2013. Para além destes dois

julgamentos, decorreram também em 2013 os julgamentos de 9 impugnações judiciais de decisões da CMVM proferidas em 2012, num total de 11 julgamentos.

Em 10 destes processos foi proferida decisão pelo tribunal ainda em 2013. Em 8 desses 10 processos, o tribunal manteve a decisão condenatória da CMVM, absolvendo o arguido em um caso e mantendo parcialmente a condenação em outro.

Quatro das dez decisões proferidas pelos tribunais em 2013 corresponderam a decisões definitivas, conforme mencionado no quadro abaixo. A decisão da CMVM foi confirmada pelo tribunal em três destes processos.

Todos os processos decididos pela CMVM respeitaram à prática de contraordenações graves ou muito graves tendo-se situado as coimas mais elevadas entre €100.000 e €150.000. Embora tenham sido também arguidas quatro pessoas singulares, na quase totalidade dos processos os arguidos foram pessoas coletivas, principalmente intermediários financeiros, empresas de investimento e entidades gestoras de instituições de investimento coletivo.

Os processos decididos em 2013 respeitaram à defesa da integridade e equidade do mercado (nomeadamente, pela violação do dever de não praticar atos suscetíveis de pôr em risco a regularidade do funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado ou ainda pela utilização de informação privilegiada relativa a emitentes), à gestão coletiva de poupanças (nomeadamente pela violação das normas respeitantes às ofertas públicas de subscrição de unidades de participação, pelo desrespeito dos deveres de informação aos clientes sobre a gestão e sobre os instrumentos financeiros da carteira, pelo desrespeito das normas por parte de agentes vinculados e do dever de segregação patrimonial dos bens dos clientes face aos da sociedade gestora), a deveres de intermediação financeira (nomeadamente violação da proteção dos legítimos interesses dos clientes e das regras relativas à prevenção dos conflitos de interesse e ao tratamento das ordens para a realização de operações sobre instrumentos financeiros), a deveres de informação (nomeadamente quanto aos deveres de divulgação de informação e de participação qualificada em emitente), e à atuação de auditor (pela violação de normas técnicas de revisão e auditoria).

Quadro 61 - Processos de Contra-ordenação em 2013

Na CMVM	Total	MER	GCP	QOI	DP Q	PIP	IFnA	IF	AUD
Processos transitados de anos anteriores	88	25	23	11	2	0	5	21	1
Iniciados em 2013	48	6	14	5	9	0	6	6	2
Total	136	31	37	16	11	0	11	27	3
Processos investigados e não instaurados	4	2	0	0	0	0	0	1	1
Processos decididos	23	7	7	2	1	0	1	4	1
Processos em curso	109	22	29	14	10	0	10	22	2
Total	136	31	36	16	11	0	11	27	4

Nos Tribunais									
Processos objecto de decisão final	4	0	0	3	0	0	0	1	0
Processos a decorrer	12	8	0	3	0	0	0	1	0
Total	16	8	0	6	0	0	0	2	0

Fonte: CMVM.

Legenda: MER - Integridade e Equidade do Mercado, GCP - Gestão Coletiva 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,

CAIXA IV – DECISÕES JUDICIAIS EM 2013: CONTRAORDENAÇÕES

Em 2013 foram proferidas decisões de mérito:

a) pelo Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa e pelo Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão, instituído pelo Decreto-lei n.º 67/2012, de 20 de março, e em funcionamento desde 30 março de 2012, sobre nove recursos de contraordenação, das quais oito confirmaram a decisão da CMVM e tendo duas destas decisões transitado em julgado;

b) pelo Tribunal da Relação de Lisboa sobre dois recursos de contraordenação, uma das quais confirmou na íntegra a decisão da CMVM.

Resume-se seguidamente o essencial de um acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa e de uma decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa que mantiveram a sentença condenatória e a decisão da CMVM, respetivamente. Neste caso a sentença foi objeto de recurso para o Tribunal da

Relação de Lisboa.

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 17 de fevereiro de 2013 O Tribunal da Relação de Lisboa pronunciou-se, em sede de recurso, sobre a sentença que absolveu a Recorrente da prática de uma contraordenação, pela violação, a título doloso, do dever de divulgação imediata de informação privilegiada relativa a emitentes (artigo 248.º, n.º 1 do Cód.VM).

A Arguida havia sido condenada pela CMVM numa coima de € 100 000 (cem mil euros) por não ter divulgado de imediato a decisão tomada pelos seus órgãos sociais de dar início à preparação de uma potencial oferta pública de subscrição (*initial public offering*) e subsequente admissão à negociação de uma sociedade por si detida.

A arguida impugnou a decisão da CMVM, tendo sido absolvida em primeira instância, tendo a CMVM e o Ministério Público recorrido para o Tribunal da Relação de Lisboa

Entendeu o Tribunal da Relação de Lisboa que no âmbito dos denominados factos de formação sucessiva, como por exemplo os processos negociais ou o lançamento de uma oferta pública de subscrição (*initial public offering*), constituem informação privilegiada, nos termos do artigo 248.º, n.º 1 do Cód.VM, e, por isso, devem ser divulgados de imediato, todos os factos precisos que sejam suscetíveis de influir de maneira sensível no preço das ações e não apenas o resultado final.

Tendo concluído o Tribunal que a deliberação de dar início ao processo formal de lançamento de uma oferta pública de subscrição (*initial public offering*) tinha caráter preciso e era idónea a influenciar de maneira sensível o preço dos valores mobiliários da Arguida, não sendo legítimo o diferimento daquela informação por meros interesses de *marketing*.

Pelo que foi a recorrente condenada no pagamento de uma coima de € 100 000 (cem mil euros).

.

Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de 18 de janeiro 2013

O Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, por decisão de 18 de janeiro de 2013, em sede de impugnação judicial, confirmou integralmente a decisão de condenação da CMVM de nove arguidos por difusão de informação financeira não verdadeira ao mercado entre os anos de 2004 a 2007 (artigos 7.º e 389.º, n.º 1, al. a) do Código dos Valores Mobiliários).

No referido processo de contraordenação imputou-se aos arguidos responsabilidade pela difusão de

informação financeira de sociedade com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (uma instituição de crédito) que não retratava fielmente a situação financeira e patrimonial da sociedade naquele período.

Os arguidos foram responsáveis por a sociedade cotada ter utilizado um conjunto de sociedades off-shore, controladas pela sociedade cotada, com a finalidade de adquirir e transacionar ações próprias.

Aquelas sociedades foram financiadas exclusivamente pela sociedade cotada. Por força do registo do financiamento e das operações realizadas pelas sociedades em apreço, sobre ações da própria sociedade cotada, como se de entidades exteriores ao grupo se tratasse, a informação financeira publicada não refletia de forma verdadeira a situação da sociedade.

A informação financeira da sociedade, aprovada para divulgação pelos seus administradores, refletia a contabilização de juros e receitas que não correspondiam de facto a proveitos, omitia perdas realizadas e potenciais nas ações adquiridas pelas referidas sociedades, assim sobrevalorizando os resultados líquidos e os capitais próprios da sociedade.

O tribunal deu como provados a maioria dos factos imputados pela CMVM, na decisão de condenação, relativos à participação dos arguidos nos factos patrimoniais relevantes e no processo contabilístico relativo à informação financeira, à não conformidade da informação divulgada com a situação financeira e patrimonial, e manteve as condenações proferidas pela CMVM de dirigentes da sociedade pela falta de qualidade das contas da sociedade divulgadas ao mercado.

3.1.7.2 Contencioso Extra Contraordenacional

Em 2013 correram 39 processos de contencioso extra contraordenacional junto dos Tribunais Administrativos, Tributários e Cíveis em que a CMVM é sujeito processual. Em cinco processos de Contencioso Administrativo o Tribunal Administrativo de Círculo de Lisboa proferiu decisão que transitou em julgado, não tendo a CMVM sido condenada em nenhum deles. Nas duas decisões proferidas em Contencioso Tributário foi confirmada a posição da CMVM.

Quadro 62 - Contencioso Extra-Contraordenacional em 2013

		Contencioso Administrativo	Contencioso Tributário	Contencioso Cível	Total
(1)	Processos em curso em 01/01/2013	19	10	5	34
(2)	Processos iniciados	2	1	2	5
(3)	Processos em curso durante 2013 (1)+(2)	21	11	7	39
(4)	Processos findos	5	2	-	7
(5)	Processos em curso em 31/12/2013 (3)-(4)	16	9	7	32

Fonte: CMVM

A CMVM prestou apoio ao Sistema de Indemnização de Investidores no âmbito de dois processos cíveis e de cinco processos administrativos (um dos quais findou em 2013 por decisão do Tribunal Administrativo de Círculo de Lisboa que declarou extinta a instância por inutilidade superveniente da lide) e ao Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria em processos de contraordenação e de contencioso administrativo.

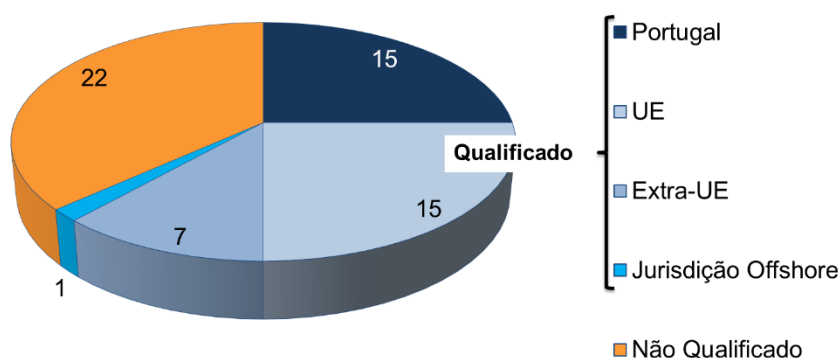
A CMVM prestou ainda apoio ao Ministério das Finanças em cinco processos de reenvio a título prejudicial para o Tribunal de Justiça da União Europeia, quer na fase de apresentação de observações escritas, quer já na fase de alegações orais junto daquele Tribunal.

3.1.8. Investigação e Crimes de Mercado

Concluíram-se 25 processos de investigação, 20 dos quais sobre abuso do mercado: 12 visaram o aprofundamento de sinais de utilização de informação privilegiada e oito de manipulação do mercado ou violação do dever de defesa do mercado.

Nos processos de informação privilegiada foram objeto de averiguações preliminares operações efetuadas por 60 diferentes investidores, maioritariamente qualificados. As investigações encerradas estiveram relacionadas com o anúncio de ofertas públicas de aquisição ou de fusões, de divulgação de resultados financeiros ou de comunicados de informação privilegiada com impacto relevante no preço das ações. O recurso a instrumentos financeiros derivados negociados junto de intermediário estrangeiro ou de sociedades *off-shore* não constituiu impedimento à identificação dos beneficiários económicos das transações.

Gráfico 91 - Processos de Investigação Privilegiada – Número de Investidores Envolvidos



Nas investigações por manipulação do mercado foram analisadas estratégias que envolveram 27 investidores. Um processo incidiu sobre dívida pública e outro sobre uma estratégia de investimento com exposição em ações através de derivados (CFD); os demais incidiram sobre 16 ações, nove das quais integram o índice PSI20. Foi analisada uma estratégia de negociação automatizada de um investidor qualificado estrangeiro, sobre diversas ações. Alguns casos culminaram no envio de notificações escritas a investidores particulares visando fazer cessar a realização de transações de pequenas quantidades de ações em termos que poderiam afetar a regularidade do funcionamento do mercado e foram também notificados os intermediários financeiros através dos quais foram ordenadas *online* as operações para adotarem procedimentos de monitorização eficazes. Mereceram também atenção transações efetuadas durante e nas imediações da realização de aumentos de capital.

Foram ainda concluídas investigações que versaram sobre outro tipo de irregularidades: em um caso, por exemplo, foi averiguada a observância das regras sobre vendas curtas de ações (*short-selling*).

Dos processos de investigação por abuso do mercado resultou o apuramento de indícios de prática de crimes contra o mercado em algumas situações, que culminaram em seis decisões de participação ao Ministério Público, cinco por abuso de informação e uma por manipulação do mercado.

CAIXA V – INDÍCIOS DE ABUSO DE INFORMAÇÃO EM OPA

Entre 2009 e 2013, a CMVM participou ao Ministério Público (MP) indícios de utilização de informação privilegiada que identificou em relação a todas as OPA e operações de concentração anunciadas nesse período. Os gráficos infra descrevem, sem identificação dos investidores e das sociedades envolvidas, cinco dos casos participados. Além destes, outros relacionados com as mesmas operações foram igualmente objeto de participação ao MP e outros, ainda em fase de averiguações preliminares, poderão ser objeto de participação. Além disso, estratégias suspeitas de diversos outros investidores, nacionais e internacionais, particulares e qualificados, foram também objeto de averiguações preliminares.

Os gráficos infra são elucidativos das elevadas rentabilidades registadas pelos investidores que negociaram nas imediações da divulgação de informação privilegiada (sempre superiores a 100% em termos anualizados). Na generalidade dos casos, os investidores são pessoas especialmente habilitadas: exerciam à data cargos de administração ou de direção em intermediários financeiros ou sociedades cotadas. Em alguns dos casos os investidores realizaram as compras através de contas de terceiras pessoas; em alguns outros dispersaram o investimento por distintas contas e vários intermediários financeiros; em outros ainda decidiram utilizar circuitos de intermediação internacionais fazendo passar as operações por diversas jurisdições incluindo *off-shore*, recorrendo mesmo a veículos *off-shore*; também se observaram estratégias de investimento com recurso a instrumentos financeiros derivados. As metodologias usadas pela CMVM na análise da negociação e o recurso à cooperação internacional têm permitido identificar estratégias que apresentam maior nível de sofisticação.

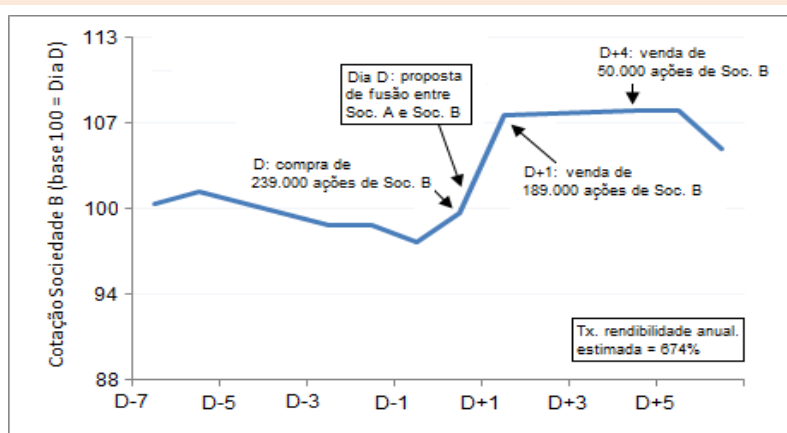
Na fase de inquérito, no âmbito de processo-crime, o MP tem confirmado com diversas acusações os indícios apontados pela CMVM: foi o que aconteceu para todas as participações relacionadas com investimentos realizados nas vésperas do anúncio de OPA ou de concentrações efetuadas pela CMVM até ao final de 2012. Numa delas terminou já a fase de instrução com a dedução de despacho de pronúncia que conduzirá o processo a julgamento.

CASO A

A informação privilegiada divulgada incidiu sobre uma proposta de concentração de duas sociedades cotadas. À data dos factos, o investidor era administrador executivo de um banco, sendo também administrador de sociedade detentora de participação qualificada numa das sociedades envolvidas na proposta de concentração. As transações foram todas ordenadas pelo cônjuge desse investidor. Foram

utilizadas duas contas em dois diferentes intermediários financeiros para comprar uma quantidade significativa de ações de uma das sociedades envolvidas na operação de concentração no dia em que, após o final da sessão, foi divulgada a informação privilegiada. A maioria das ações foi comprada sem a conta financeira estar provisionada, tendo sido as compras ordenadas sem limite de preço (“ao melhor”). A quase totalidade das ações compradas foi vendida no dia seguinte, logo após ter sido divulgada a informação – tendo sido tentada a venda da totalidade das ações adquiridas. Foi obtida mais-valia relevante. Antes das operações indiciadas, o investidor não tinha realizado outras de dimensão e resultado equivalente: numa das contas o valor de compra das ações foi cerca de cinco vezes superior à segunda maior compra (de outro título) em termos históricos e cerca de 21 vezes superior à média diária de investimento num só título; na outra conta, em quase dois anos nunca tinham sido compradas ações em bolsa.

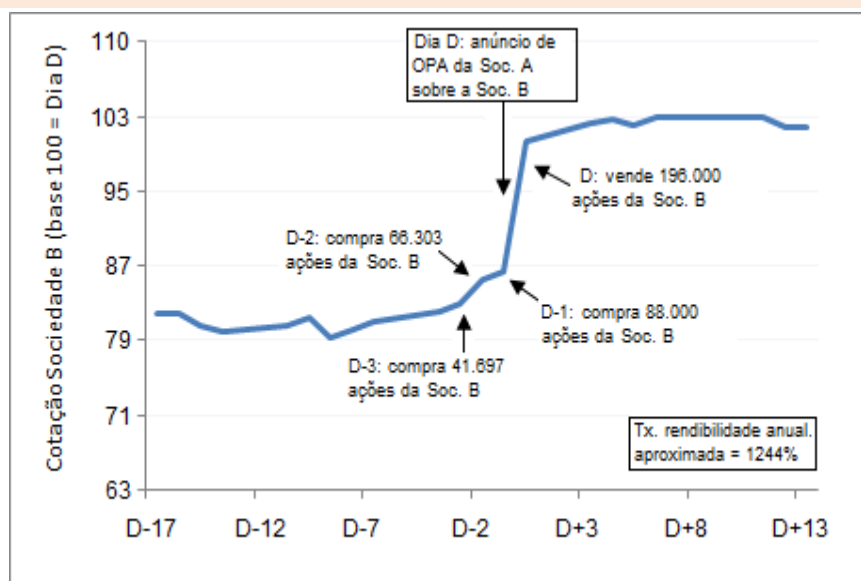
O MP deduziu acusação após inquérito. Decorreu já a fase de instrução requerida pelo investidor que culminou na dedução de despacho de pronúncia pelo juiz de instrução criminal.



CASO B

Nos três dias anteriores à publicação de anúncio preliminar de OPA o investidor comprou uma quantidade relevante de ações que vendeu no dia em que foi divulgado o anúncio, o que lhe permitiu registar mais-valia relevante. O investidor utilizou três contas distintas para realizar as transações, incluindo uma do cônjuge e outra de pessoa com grau de afinidade. A maioria das ações foi comprada (e vendida) através de banco internacional que as executou através de dois intermediários financeiros globais, encaminhando as ordens por circuito internacional que incluiu a passagem por intermediário financeiro domiciliado numa jurisdição *off-shore*. Em nenhuma das contas utilizadas tinham sido antes

efetuadas transações sobre as ações em causa; o montante investido nas compras foi de valor elevado quando confrontado com compras anteriores de outros títulos; e o investidor financiou as compras com o produto de vendas simultâneas em outros títulos. Do registo de comunicações efetuadas



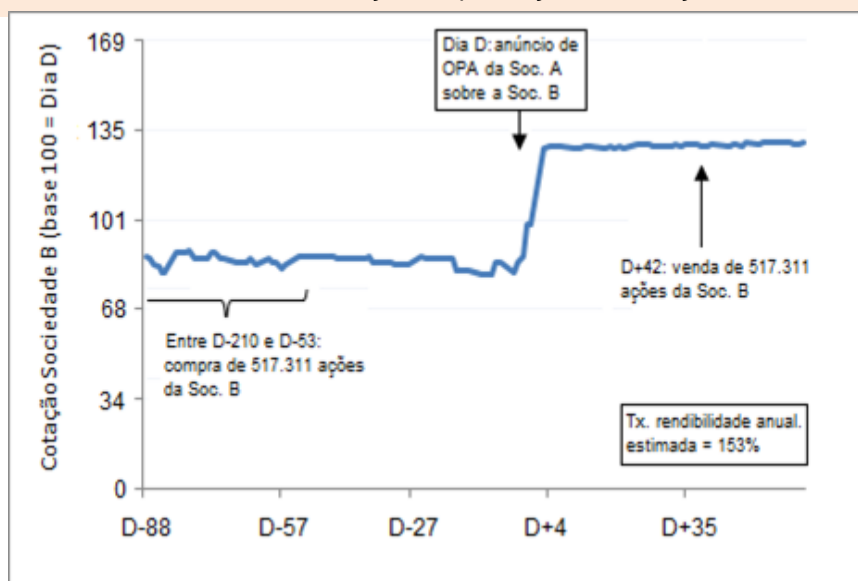
pelo investidor resultou a realização de chamadas telefónicas para o estrangeiro, nomeadamente para uma instituição financeira envolvida na preparação da OPA, nos instantes anteriores à transmissão de ordens de compra. À data dos factos o investidor era administrador de um intermediário financeiro; tem também relações de proximidade, profissionais e pessoais, com uma das entidades e com pessoas envolvidas na preparação da OPA.

O MP deduziu acusação após inquérito, encontrando-se o processo em fase de instrução.

CASO C

Nos meses prévios à divulgação de anúncio de OPA um investidor adquiriu uma elevada quantidade de ações da sociedade visada. Na véspera da publicação do anúncio preliminar ocorreu também uma alteração na conta utilizada para a realização das operações: uma cotitular deixou de o ser. Na sua qualidade de profissional liberal, o investidor mantinha relação de prestação de serviços à sociedade

visada desde há vários anos. O avultado montante investido (mais de meio milhão de euros) foi financiado por dinheiro proveniente da conta de uma sociedade integrante do Grupo à data detentor de participação qualificada na sociedade visada, em parte, e, na parte remanescente, por descoberto em conta



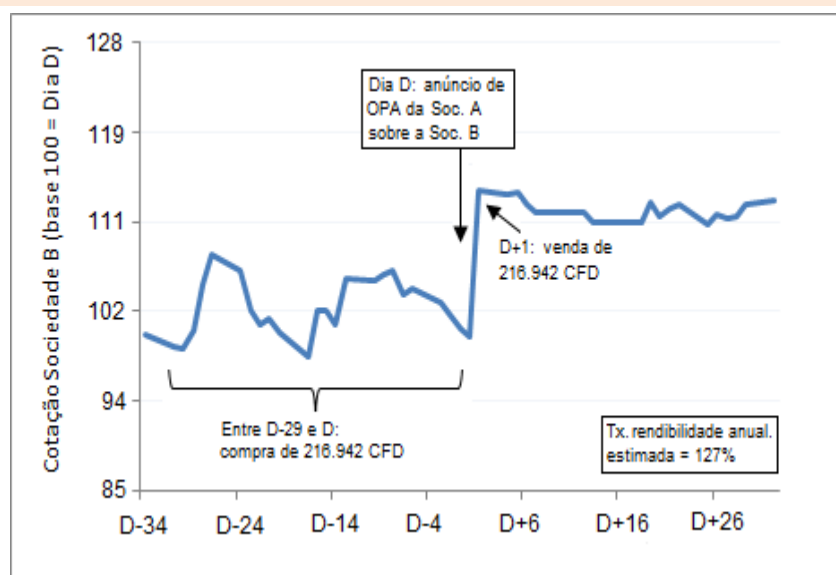
bancária (mantido por diversos meses). A totalidade das ações foi vendida no mesmo dia, antes da conclusão da OPA e ligeiramente abaixo da contrapartida oferecida na OPA. O produto da venda serviu, em parte, para devolver à referida sociedade integrada no Grupo detentor de participação qualificada tendo sido a parte sobrança (cerca de €150 000) objeto de levantamento em numerário.

Foi já deduzida acusação pelo MP que envolveu, além do investidor titular da conta onde foram realizadas as transações, um administrador da dita sociedade integrada no Grupo detentor de participação qualificada na sociedade visada.

CASO D

Neste caso relacionado com a divulgação de um anúncio de OPA, o investidor realizou um conjunto de transações em instrumentos financeiros derivados. No mês anterior à publicação do anúncio preliminar de OPA, o investidor comprou e vendeu CFD que tinham como subjacente as ações da sociedade

visada, tendo durante o período constituído e reforçado uma posição longa de cerca de 217 000 CFD. Todas as transações foram ordenadas a intermediário financeiro estrangeiro, efetuadas fora de mercado, em transações realizadas contra a carteira do *market maker* internacional especializado na negociação deste tipo de instrumento



financeiro. Imediatamente após a divulgação do anúncio preliminar o investidor aproveitou a subida acentuada de cotação das ações da sociedade visada, instantaneamente refletida nos preços dos CFD, para encerrar a totalidade das posições longas, assim obtendo mais-valias relevantes. O investidor tem larga experiência em transações sobre instrumentos financeiros, sendo administrador de um intermediário financeiro à data dos factos. Analisado o seu perfil histórico de investimento (para um período próximo de três anos) verificou-se que nunca antes tinha realizado operações em CFD sobre ações da sociedade visada – e só muito esporadicamente em CFD sobre ações; constatou-se também que transacionava habitualmente apenas em CFD sobre divisas e sobre índices, e que só pontualmente deixava posições em aberto no final do dia (assumindo um claro perfil de *day-trader* em claro contraste com a estratégia de investimento seguida nos CFD sobre ações da sociedade visada).

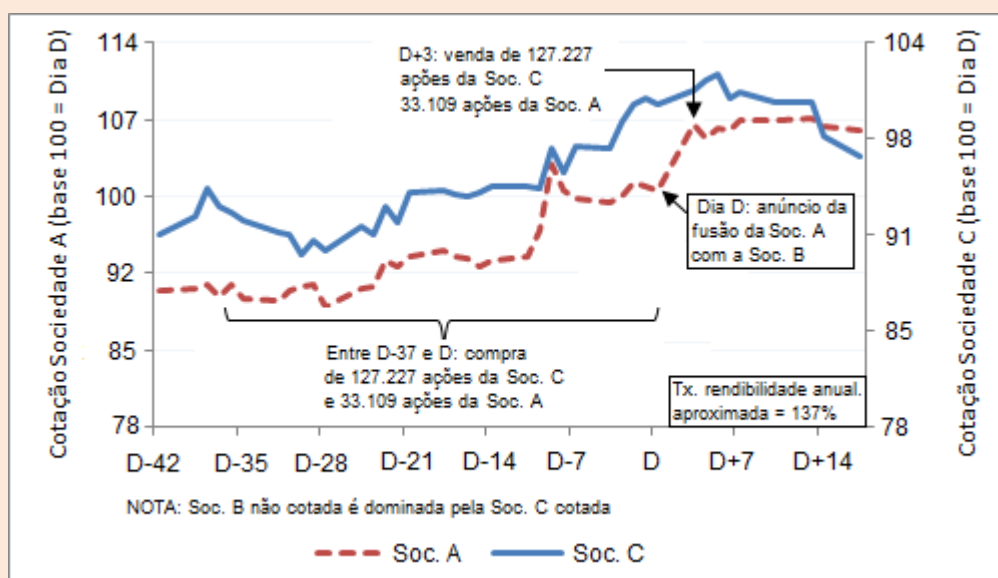
Este caso encontra-se no MP em fase de inquérito criminal.

CASO E

Nas semanas anteriores ao anúncio de uma operação de concentração um investidor adquiriu ações das duas sociedades cotadas envolvidas. Vendeu-as todas na primeira sessão subsequente à divulgação do anúncio, e com apreciáveis mais-valias. À data dos factos o investidor desempenhava funções de direção numa sociedade em relação de grupo com uma das sociedades cotadas objeto da concentração, funções de natureza transversal que se estendiam também à referida sociedade cotada.

O cônjuge do investidor era também colaborador da mesma sociedade. As primeiras compras realizaram-se após outros quadros superiores da sociedade cotada terem acedido a informação privilegiada sobre o processo de preparação da operação. Verificou-se ser um investidor experiente, com investimentos relevantes em mercados internacionais mas sempre em instrumentos financeiros diferentes de ações. Analisadas diversas contas para um período de cerca de dois anos constatou-se que nunca antes tinha comprado ações das sociedades envolvidas na concentração, nem quaisquer outras ações, nacionais ou estrangeiras.

Este caso encontra-se no MP em fase de inquérito criminal.



Transitaram para 2014 sete investigações, todas em curso e, à exceção de uma, respeitantes a factos ocorridos nos dois últimos anos. A componente internacional desses casos ou a circunstância de envolverem negociação de natureza automatizada obstaram à conclusão de alguns desses processos em 2013. Na maioria dos casos continuou a ser possível concluir processos de investigação abertos no próprio ano.

Foram concluídos 37 processos de análise de operações: 20 incidiram sobre possível manipulação do mercado (dois dos quais sobre instrumentos de dívida), 16 sobre informação privilegiada e um consistiu numa análise regular de possíveis abusos associados à divulgação de informação financeira periódica

pelas entidades emitentes (*earning seasons*). Dez análises deram origem a processos de investigação, uma a processo de contraordenação e quatro tiveram outras consequências, designadamente o envio de advertência escrita a intermediário financeiro ou a investidor e a junção de novos elementos a processo de contraordenação ou a processo-crime. Nenhum dos processos transitados tem por objeto factos anteriores a 2012.

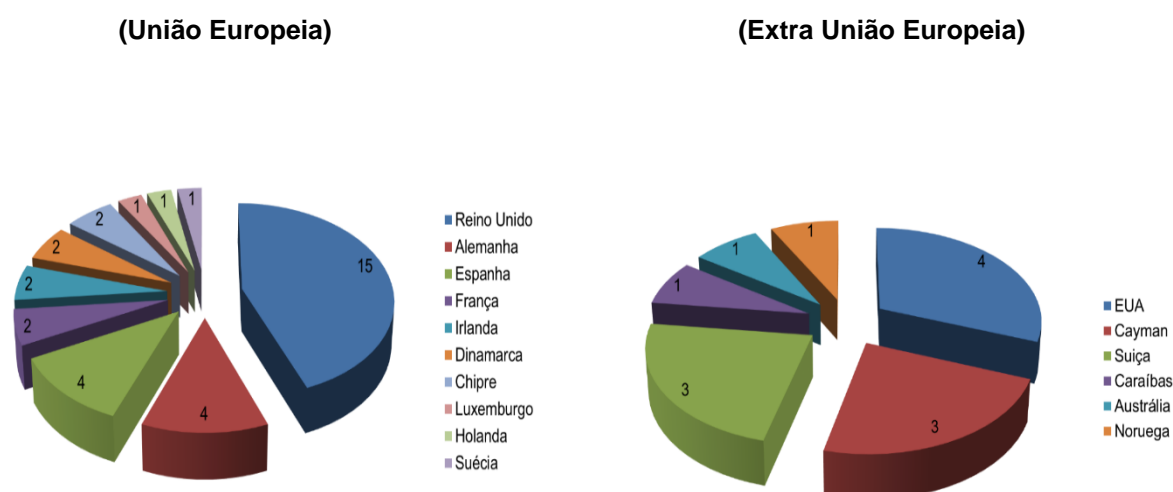
Solicitou-se a um conjunto de intermediários financeiros que verificassem os seus procedimentos de deteção de operações suspeitas de abuso de mercado de modo a garantir a sua maior eficiência. Essa ação terá contribuído para que o número dessas comunicações tenha aumentado de 15 em 2011 e 23 em 2012 para 26 em 2013, aqui incluindo também as comunicações recebidas de entidades gestoras de mercados, dos investidores em geral e de intermediários financeiros.

Os processos de investigação originaram, além de notificações escritas a investidores e intermediários financeiros, cinco processos de apuramento de responsabilidade contraordenacional (dois por violação do dever de defesa do mercado e três por outras irregularidades).

Em relação aos procedimentos de supervisão da negociação da dívida pública portuguesa, incluindo de CDS com emitentes soberanos como entidade de referência, independentemente da jurisdição em que a operação seja realizada e da modalidade da transação (dentro ou fora de mercado), estabeleceram-se novos procedimentos de monitorização do nível global de liquidez da dívida pública portuguesa, nomeadamente para efeitos de aplicação do Regulamento europeu sobre vendas curtas (Regulamento 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho).

A internacionalização do mercado português de instrumentos financeiros, quer através da presença de investidores estrangeiros quer através da atuação de investidores nacionais por circuitos de intermediação internacionais, continuou a colocar desafios complexos à análise e à investigação das condutas dos investidores e à respetiva celeridade. Os instrumentos de cooperação internacional entre autoridades de supervisão assumem por isso particular relevância. Para esclarecer atuações de 86 investidores – e identificar beneficiários económicos –, foram efetuados pedidos de assistência internacional a autoridades congéneres de outras jurisdições, maioritariamente na UE mas também em outros países, incluindo jurisdições *off-shore*. Esta cooperação revelou-se particularmente útil na identificação dos indícios de crimes de mercado participados ao Ministério Público.

Gráfico 92 - Pedidos de Assistência Internacional por Congénere



A atividade de investigação incidiu também sobre casos de possível intermediação financeira não autorizada. O envio de denúncias e de pedidos de informação à CMVM tem continuado a revelar-se muito útil para a deteção e repressão deste tipo de atividade. Foram concluídos 17 processos que originaram a divulgação de cinco comunicados a informar os investidores sobre a ausência de habilitação das entidades em causa e o envio de seis notificações escritas para retirada ou alteração de conteúdos de *sítes* relacionados com intermediação financeira ou com advertências. Em dois casos trocou-se informação com as demais autoridades de supervisão do sector financeiro por terem sido encontrados sinais de exercício não autorizado de outros serviços financeiros.

A publicitação ou disponibilização de serviços de intermediação através de *sítes*, muitas vezes operados a partir de outras jurisdições, ou de plataformas de negociação *online* persistem como meios preferencialmente utilizados pelas pessoas e entidades não autorizadas. Verificou-se uma tendência para as plataformas disponibilizarem produtos financeiros sofisticados, em especial as opções binárias e *CFD Forex* (cambiais).

Mantêm-se as situações de fraude associada ao investimento em valores mobiliários: é o caso do *cold calling* (pessoas que são contactadas por telefone ou correio eletrónico para efetuarem investimentos referidos como muito rentáveis, normalmente em ações de sociedades norte-americanas). Continuam também a identificar-se casos de indivíduos residentes em Portugal que lançam mão de alegados

investimentos em instrumentos financeiros como artifício fraudulento em casos de burla, associado algumas vezes ao crime de receção ilícita de fundos quando são aliciados diversos investidores. Os montantes captados em algumas destas situações assumem dimensão muito relevante. Nestes casos, além de alertar os investidores e de iniciar processo sancionatório caso haja incumprimento de regras sobre exercício de intermediação financeira, a CMVM participa os indícios criminais ao Ministério Público de modo a que este possa não só apurar responsabilidade criminal como também assegurar a preservação do dinheiro entregue pelos particulares. Em dois casos a investigação permitiu identificar indícios da prática de crimes de burla e de receção ilícita de fundos, pelo que foram objeto de comunicação ao Ministério Público. Dois outros casos permitiram instaurar processo de apuramento de responsabilidade contraordenacional por exercício não autorizado de intermediação financeira.

CAIXA VI – DECISÕES DE AUTORIDADES JUDICIÁRIAS EM 2013: CRIMES DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO

Foram proferidas 10 decisões judiciais em processos de crimes contra o mercado: dois despachos de pronúncia, sete acusações e um arquivamento. As acusações do MP incidiram sobre quatro processos de abuso de informação e três de manipulação do mercado. O despacho de arquivamento teve por objeto um processo de abuso de informação e os despachos de pronúncia repartiram-se entre um caso de manipulação do mercado e outro de informação privilegiada.

Abuso de Informação Privilegiada

Após a fase de instrução, foi proferido despacho de pronúncia num processo em que foi confirmada a acusação do MP pelo juiz de instrução criminal. Trata-se de um caso relacionado ainda com a proposta de fusão com o BCP apresentada pelo BPI em finais de Outubro de 2007. Neste caso, o cônjuge de um investidor que à data desempenhava funções de administrador executivo de um banco (não envolvido na operação mas relacionado com sociedade à data detentora de participação qualificada no BCP), comprou ações do BCP que vendeu logo de seguida (quase todas na sessão seguinte à divulgação de informação) com mais-valia de cerca de €55 000.

As quatro acusações do MP por crime de abuso de informação estão relacionadas com OPA. Os investidores arguidos são pessoas especialmente habilitadas, designadamente ex-membros de órgão de administração de sociedade cotada ou quadros superiores de entidade que integrava grupo detentor de participação qualificada. Num dos casos o investidor optou por comprar ações de sociedade que detinha participação qualificada na sociedade visada e cuja cotação também registou subida relevante com a divulgação do anúncio da OPA – e não na própria sociedade visada. No passado (em cerca de

três anos) tinha comprado uma única vez ações dessa sociedade cotada: também nas vésperas da divulgação de um outro comunicado de informação privilegiada. Em outro caso as ações da sociedade visada foram adquiridas por uma investidora idosa (sem quaisquer anteriores investimentos em valores mobiliários): a compra foi ordenada por cônjuge de colaborador da sociedade visada com funções de responsabilidade. Noutro, ainda, foram efetuadas compras com intensidade (cerca de 31% do total transacionado em 2,5 meses) com alguma antecedência em relação à publicação de anúncio preliminar. As compras foram efetuadas em parte com recurso a financiamento (formalizado cerca de 3,5 meses depois do início da sua utilização) e noutra parte com dinheiro proveniente de sociedade integrante de grupo detentor de participação qualificada. Mais de metade da mais-valia obtida foi objeto de levantamento em numerário.

O despacho de arquivamento, proferido na sequência de inquérito, está relacionado com um caso em que uma sociedade integrante de grupo detentor de participação qualificada significativa comprou ações de sociedade visada já depois de ter sido publicado anúncio preliminar, mas antes de o detentor da participação qualificada ter revelado publicamente a sua intenção de aceitar a OPA, tendo a CMVM efetuado participação ao MP por ter identificado indícios relevantes de a decisão de aceitação da OPA ter sido tomada antes do anúncio (designadamente a existência de prévias negociações com o oferente).

Manipulação do Mercado

Na sequência de instrução, foi proferido despacho de pronúncia por juiz, assim tendo sido confirmada a acusação do MP e decidido que o processo seguiria para julgamento. Trata-se de um caso em que um investidor detentor de participação qualificada, na sequência de compras de ações que tinha feito e de um forte aumento da cotação (cerca de 30% numa semana), prestou declarações públicas à comunicação social informando que estava a reforçar a participação qualificada pretendendo duplicá-la para, após a divulgação das notícias, ter começado a vender as ações adquiridas. Numa outra ocasião em que desinveste, o investidor volta a prestar declarações públicas dando a entender ser um acionista de longo prazo. Este tipo de atuações em que um investidor divulga informação positiva falsa com o intuito de fazer subir a cotação para vender de seguida é habitualmente designado na terminologia internacional por *pump and dump*.

Num segundo caso, o MP acusou colaboradores de um investidor qualificado de realizarem operações com o intuito de sustentação e subida de preço, nomeadamente de sustentação do preço de fecho (tipologia de manipulação internacionalmente conhecida como *marking the close*). Foi também acusado um colaborador (um *trader*) do intermediário financeiro que recebia as ordens. O investidor qualificado geria a carteira de titular de participação qualificada na sociedade emitente das ações (que



CMVM

registava menos-valia expressiva de quase 50% em relação ao preço médio de aquisição) detendo assim interesse na correspondente valorização. De acordo com a acusação, a atuação do investidor teve um efeito positivo na cotação em cerca de 96% das sessões em que transacionou ao longo de um ano; a totalidade das compras por si realizadas - maioritariamente (84%) acima do preço médio da sessão - provocaram uma variação média na cotação das ações próxima de 1% e uma variação média de cerca de 2% nos leilões de fecho em que interveio; nas sessões em que comprou no leilão o preço de fecho nunca desceu, foi maioritariamente (87%) superior ao preço médio da sessão e, também maioritariamente (61%), correspondeu ao preço máximo da sessão.

Nos dois outros casos o MP proferiu despachos de acusação envolvendo o mesmo investidor que desempenhou funções em intermediário financeiro que pressupõem elevado nível de conhecimento sobre o funcionamento do mercado. Ambos os casos incidem sobre ações com reduzida liquidez tendo o investidor atuado de forma similar nas duas situações: realizou transações fictícias, entre contas pessoais e conta de sociedade da qual era o detentor único de capital; inseriu ordens fictícias sem intenção de as executar e ordens que originaram negócios de uma ação e que influenciaram múltiplas vezes quer o preço de referência das ações (algumas vezes por cruzamento com outras ordens suas de sinal contrário) quer o preço efetivo.

Estado das participações por crimes de mercado efetuadas ao MP entre 2009 e 2013

Entre 2009 e 2013 a CMVM efetuou 26 participações ao MP por indícios da prática de crimes de mercado (manipulação ou abuso de informação). O MP deduziu já 11 acusações. Um dos inquéritos foi encerrado com a suspensão provisória do processo tendo o arguido perdido a mais-valia obtida com a realização das operações indiciadas e pago uma quantia monetária a instituição de solidariedade social. Os três processos em que foi já concluída a fase de instrução requerida pelos arguidos concluíram com despacho de pronúncia proferido pelos juízes de instrução criminal que confirmaram as acusações do MP e decidiram pelo envio dos processos para julgamento. Três processos foram arquivados pelo MP (nenhum deles de manipulação) na sequência das diligências de inquérito realizadas no âmbito dos processos-crime. Onze processos encontram-se em fase de inquérito: cinco deles foram objeto de participação efetuada em 2013 enquanto três envolvem investidores estrangeiros, com a dificuldade inerente a processos crime que envolvem diligências internacionais.

3.2. DEFESA DOS INVESTIDORES ENQUANTO AFORRADORES E CONSUMIDORES DE SERVIÇOS FINANCEIROS

3.2.1. Reclamações

Durante o ano, foram recebidas na CMVM 4.446 solicitações por parte de investidores não qualificados, relativas a reclamações (445), a pedidos de informação (1.679) e a pedidos de certidões para o cumprimento das obrigações fiscais de Imposto do Selo em caso de transmissões gratuitas de valores mobiliários - doações ou transmissões por morte (2.322). Foram ainda recebidas 63 denúncias. O número de reclamações entradas diminuiu 26% face ao ano anterior, mas permanece ainda elevado por comparação com as 270 recebidas em 2007. Os intermediários financeiros continuam a ser as entidades mais reclamadas, com destaque para os que comercializam instrumentos financeiros junto dos clientes de retalho.

Quadro 63 - Total de Reclamações Entradas por Entidade

Reclamações Entradas por Entidade Reclamada	2011	2012	2013
Intermediários Financeiros	533	536	410
Emitentes	48	16	6
Outros	17	49	29
	598	601	445

Fonte: CMVM.

Fonte. CMVM

Nas reclamações entradas durante o ano verifica-se que a colocação e comercialização de instrumentos financeiros continuou a ser o serviço financeiro mais reclamado (38%), seguido da receção e execução de ordens (15%), da cobrança de comissões e encargos (9%) e da comercialização de unidades de participação de organismos de investimento coletivo (8%). As reclamações respeitantes à subscrição não autorizada de produtos financeiros representaram 3% do total, uma percentagem superior à das reclamações relativas a cláusulas contratuais enganosas (2%) e à das práticas comerciais agressivas (2%).

À semelhança do que tem sucedido em anos anteriores, os assuntos mais versados nas reclamações compreendem, a título exemplificativo, matérias como i) a comercialização de produtos como tendo uma maturidade curta, quando na realidade têm um período de vida longo, existindo apenas por parte

da entidade emitente do instrumento financeiro a possibilidade de reembolso a partir de data mais curta; ii) a não prestação de informação pelo banco quanto às características dos produtos, em particular quanto à existência de garantia de capital e à possibilidade de resgate/resolução antecipada sem penalização; iii) a não prestação de informação adequada quanto à possibilidade de alteração das fórmulas de cálculo das taxas de juro; iv) a não adequação dos produtos aos conhecimentos e experiência dos investidores, nomeadamente, a comercialização de produtos financeiros complexos a investidores com reduzida ou nenhuma escolaridade e de produtos com maturidades longas a investidores idosos; v) a não observância das instruções dos reclamantes quanto à execução de ordens de subscrição, resgate ou transferência entre contas; vi) a deficiente comercialização de ações preferenciais e de direitos inerentes; vii) a falta de envio de extratos e mudança da periodicidade do extrato sem consentimento do cliente; viii) a cobrança indevida ou excessiva de comissões; e ix) irregularidades no preçário aplicável às operações.

Quadro 64 - Total de Reclamações Por Tipo de Instrumento Financeiro

Tipo de Instrumento Financeiro	%
Obrigações e valores mobiliários perpétuos	31%
Ações	27%
Unidades de Participação de organismos de investimento coletivo e de fundos especiais de investimento	12%
Instrumentos financeiros complexos	15%
Outros	15%

Fonte. CMVM

Foram analisados 874 processos de reclamação em 2013, tendo-se concluído 730. O número de reclamações transitadas de anos anteriores tem caído progressivamente em resultado do esforço efetuado no sentido de garantir uma maior celeridade nos trâmites processuais. No tratamento das reclamações, continua a ser mantida uma forte e estreita cooperação com entidades nacionais (Provedoria de Justiça, Procuradoria-Geral da República, Banco de Portugal, Instituto de Seguros de Portugal, Mediador do Crédito, Provedor dos Seguros e Direção-Geral do Consumidor no âmbito da Rede Telemática e de Informação Comum - RTIC), e estrangeiras (ESMA e congéneres da CMVM contactadas quer diretamente, quer através da Rede FIN-Net e Rede *Consumer Protection*).

A CMVM averigua os factos relatados pelo reclamante, confrontando-os com as regras legais aplicáveis à situação, e assegura sempre o contraditório junto da entidade reclamada. Nos processos instruídos, a CMVM procede ainda às diligências adicionais necessárias, nomeadamente solicitando a

apresentação de evidências documentais. Os intermediários financeiros têm adotado, em regra, uma postura colaborativa e tem sido notório o esforço para uma resolução das situações reclamadas logo numa fase inicial do processo. Na emissão do parecer final sobre uma reclamação, a CMVM pugna pela reposição legal da situação quando a mesma possa ser sanável, nomeadamente nas reclamações que respeitam à comercialização de valores mobiliários e instrumentos financeiros ou à prestação de serviços de intermediação financeira, mediante o reembolso pelo intermediário financeiro ao reclamante das perdas de capital por este incorridas.

Das reclamações em que a resposta do intermediário financeiro foi considerada adequada e em sentido favorável ao reclamante, 64% envolveram reembolsos ao investidor, num montante global superior a €2,4 milhões. Em muitos casos, a resposta do intermediário financeiro foi considerada adequada e não favorável ao reclamante. Na maioria dos casos em que foram detetados indícios de infração, o intermediário financeiro optou por corrigir o seu comportamento e repor a legalidade. As situações potencialmente sistémicas foram reencaminhadas para supervisão tendo, em alguns casos, dado origem a processos de apuramento de responsabilidade contraordenacional.

Quadro 65 - Resolução das Reclamações Concluídas Contra Intermediários Financeiros

Reclamações Concluídas por Tipo	
Com resposta adequada do intermediário financeiro	536
Com resposta favorável ao reclamante	257
Com reembolso	164
Sem reembolso	93
Com resposta não favorável ao reclamante	279
Com resposta não adequada do intermediário financeiro	23
Fora da competência da CMVM	35
Desistência do reclamante	17
Esclarecimento pela CMVM sem necessidade de apresentação à entidade reclamada	43
Pendente de apreciação do tribunal	1
Não admitida	6
Total	661

Fonte: CMVM.

Na sequência dos processos de recapitalização da banca, intensificou-se, nos últimos anos, a comercialização de obrigações subordinadas com juros condicionados. No âmbito do tratamento dessas reclamações, concluiu-se que frequentemente não foi prestada aos investidores, com suficiente

clareza, informação quanto às características e riscos dos produtos, nomeadamente, quanto à maturidade dos instrumentos financeiros e à possibilidade de alteração da fórmula de cálculo da taxa de juro ao longo da vida da aplicação financeira. Da mesma forma, constatou-se que diversos investidores a quem foram comercializadas obrigações ou, por exemplo, valores mobiliários perpétuos não tinham conhecimentos e/ou experiência suficientes em matéria de investimento para avaliarem de forma adequada os riscos envolvidos neste género de aplicação financeira.

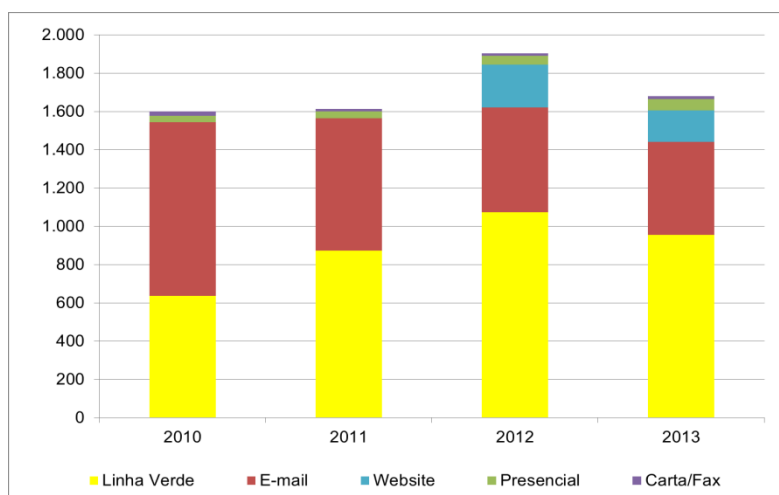
A análise das reclamações permitiu constatar deficiências no cumprimento dos requisitos legais impostos para a aferição da adequação e da idoneidade do investimento ao perfil do investidor. Em particular, foi apurado que os questionários em utilização careciam de revisão em aspetos como i) o teor das perguntas formuladas aos investidores e o respetivo contexto; ii) a utilização de conceitos indeterminados quer nas perguntas, quer nas opções de resposta, para aferir o nível de risco dos clientes associado a instrumentos financeiros e à experiência e conhecimentos; iii) a valorização que é dada nas matrizes de ponderação das respostas; iv) a ausência, em alguns intermediários financeiros, de valorização de perguntas presentes nos questionários; e v) a ponderação e recolha pelo intermediário financeiro de toda a informação relevante e necessária.

3.2.2. Pedidos de Informação

A CMVM respondeu a 1.679 pedidos de informação dos investidores, do público em geral e de profissionais do setor financeiro. Entre os assuntos mais referidos nos pedidos de informação encontram-se os seguintes: i) operações relativas a ofertas públicas de aquisição que envolveram emitentes como a Brisa e o projeto de fusão entre a ZON e a Optimus. Foram recorrentes as dúvidas em relação aos direitos e deveres dos acionistas/investidores naquelas operações. No caso da Brisa foram também colocadas dúvidas sobre as implicações decorrentes do pedido de perda de qualidade de sociedade aberta apresentado à CMVM pela TAGUS, nomeadamente quanto ao valor da contrapartida e à obrigatoriedade de aquisição das ações sobranes, bem como sobre os prazos de pronúncia da CMVM em relação a este processo; ii) ofertas públicas de subscrição de obrigações e aumentos de capital (exercício de direitos de subscrição e aquisição de ações preferenciais), na sequência de emissões de entidades financeiras (Banif) e não financeiras (Sport Lisboa e Benfica e Mota-Engil); iii) procedimentos para a alienação de ações de sociedades abertas não cotadas em mercados regulamentados; iv) regras e procedimentos para a negociação de instrumentos financeiros, e questões sobre onde encontrar cotações. Continuam a ser frequentes dúvidas sobre onde podem ser consultadas informações relativas às contas anuais e trimestrais das entidades emitentes, bem como

sobre a estrutura acionista de sociedades abertas; e v) atuação dos intermediários financeiros na sua relação com os clientes. Em alguns casos foi questionada a conformidade legal de alguns procedimentos e comissões cobradas.

Gráfico 93 – Número de pedidos de informação à CMVM (2010-2013)



Fonte: CMVM

Em 2013, foram publicados 116 comunicados relativos a decisões da CMVM, sobre regulamentos, instruções, consultas públicas, estudos, estatísticas e outros assuntos decorrentes da sua atividade. Foram também divulgados oito comunicados sobre decisões tomadas em processos de contraordenação e sobre decisões judiciais relativas a impugnações de sanções aplicadas pela CMVM, e publicados cerca de 4.300 eventos na “Agenda do Investidor” (onde são anunciadas as datas de pagamento de juros de emissões obrigacionistas e eventos societários diversos).

Em julho de 2013, a CMVM aumentou a oferta de simuladores disponíveis no sítio da Internet, passando a incluir um simulador de custos e rentabilidade das emissões de obrigações colocadas em mercado primário, além dos já existentes para as ações e fundos de investimento. Este simulador permite efetuar uma análise do custo efetivo envolvido na subscrição e manutenção em carteira de obrigações até à sua maturidade, bem como aferir a rentabilidade efetiva do investimento realizado. Assim, o investidor pode calcular, para as emissões de obrigações de subscrição pública e durante o período em que decorre a oferta, a Taxa Interna de Rentabilidade Anual Líquida, com ou sem comissões de registo e

depósito, bem como os montantes de juros a receber e o montante dos custos a suportar com diferentes tipos de comissões.

3.2.3. Sistema de Difusão de Informação

As entidades supervisionadas pela CMVM estão legalmente obrigadas à prestação de um conjunto alargado de informações ao mercado. O sistema de difusão de informação permite que estas entidades cumpram os seus deveres de informação ao mercado através de acesso remoto ao sítio da CMVM na Internet e sem intermediação desta entidade no procedimento, sendo a informação prestada da exclusiva responsabilidade das entidades em causa.

Quadro 66 - Número de Comunicações Efetuadas/Inseridas no Sítio da CMVM na Internet

		2011	2012	2013
Entidades Emitentes	Factos Relevantes / Informação Privilegiada	1610	1648	1331
	Outras Informações	3906	4040	3322
	Prestação de Contas	499	506	495
	Participações Qualificadas	421	354	299
	Documentos de Ofertas	1161	1150	1063
	Total	7597	7698	6510
Organismos de Investimento Coletivo	Prospetos	1.137	1.149	1.154
	Regulamentos de Gestão	346	392	366
	Relatórios e Contas	929	888	930
	Informação Relevante	1.474	1.519	1.550
	Total	3.886	3.948	4.000
Intermediários Financeiros	Preçários	106	106	85
	Total	106	106	85
Entidades Comercializadoras de PFC	Produtos Financeiros Complexos	236	180	166
	Unit-Linked	177	177	165
	Fundos de Pensões Abertos de Adesão Individual	93	73	124
	Total	506	430	455

Fonte: CMVM.

3.2.4. Supervisão da Comercialização de Produtos Financeiros e da Publicidade a Instrumentos Financeiros

A CMVM tem supervisionado nos últimos anos, de forma particularmente atenta, as práticas adotadas pelos intermediários financeiros na comercialização de produtos financeiros. A deteção de deficiências

sistemáticas na prestação de informação sobre este tipo de produtos, nomeadamente, sobre os seus riscos e características, levaram a CMVM a regulamentar de forma mais exigente a comercialização dos produtos financeiros complexos, através do Regulamento da CMVM nº 2/2012, que entrou em vigor em janeiro de 2013. Nessa conformidade, passou a exigir-se a apresentação de alertas gráficos que permitem ao investidor aferir mais rapidamente o nível de risco do produto. Passou também a ser obrigatório dar destaque às advertências aos investidores sobre as principais características do produto. Estabeleceu-se ainda a regra de que não podem ser inseridas menções ou advertências legais ao investidor nos documentos de subscrição sem que seja assegurada a respetiva autonomização e destaque. Além disso, de modo a ser possível demonstrar que o investidor tomou contacto com os documentos informativos onde constam as características dos produtos ou instrumentos financeiros, passou a exigir-se que o próprio reconheça, por assinatura, a tomada de conhecimento e a entrega dos referidos documentos.

Continuou o progresso alcançado em matéria de supervisão da distribuição e da publicidade a produtos financeiros complexos. A CMVM, através do Comité de Inovação Financeira (CIF), criado em 2011, continuou a acompanhar e analisar a inovação financeira desenvolvida ou introduzida em Portugal. Foram aí analisados e discutidos 448 documentos informativos. Na análise aos IFI dos produtos financeiros complexos, a CMVM efetuou recomendações abrangendo 394 IFI de forma a salvaguardar os interesses dos investidores. Assim, a CMVM procurou assegurar que os mencionados documentos apresentassem uma informação clara, concisa e em linguagem facilmente compreensível, e que compreendessem as principais características dos produtos e os respetivos riscos, nos termos exigidos pelo Regulamento da CMVM n.º 2/2012. As recomendações da CMVM visaram: i) alterações ao nível da cor do alerta gráfico utilizado; ii) a inclusão de advertências específicas aos investidores, com destaque para os principais riscos do produto e para a sua especial complexidade (cf. art.º 10.º, n.º3 do Regulamento n.º2/2012); iii) a necessidade de maior objetividade e clareza da informação prestada para permitir a sua compreensão; iv) a atualização do regime fiscal; v) a adaptação da metodologia estatística às características particulares dos PFC; vi) a reformulação e simplificação da descrição do funcionamento do PFC, bem como das condições de remuneração e de reembolso de capital investido; vii) a clarificação do critério para apresentação das TANB incluídas na descrição dos fluxos financeiros para os investidores gerados pelos PFC; viii) maior clareza na descrição de eventuais condições de cancelamento antecipado do PFC por opção do Emitente; ix) clarificação da descrição das faculdades do Agente de Cálculo no que respeita à efetivação de ajustes aos termos e condições do PFC após a sua emissão, nomeadamente em caso de ocorrência de eventos corporativos com ou sem impacto na cotação dos ativos subjacentes; e x) maior clareza na descrição do impacto de eventuais custos de cobertura de risco incorridos pelo emitente na rentabilidade dos PFC.

No que respeita a publicidade, o CIF analisou 126 peças publicitárias, das quais 114 necessitaram da introdução de alterações. A CMVM solicitou alterações que visaram assegurar o cumprimento dos requisitos legais aplicáveis e a conformidade da informação contida nas peças publicitárias com o prospeto, quando aplicável, e a clareza e compreensibilidade das mensagens publicitárias. As recomendações mais frequentes efetuadas pela CMVM respeitaram i) à necessidade de qualificação como produto financeiro complexo; ii) à inclusão de uma caixa contendo advertências ao investidor; iii) a alterações da cor do alerta gráfico utilizado; iv) à objetividade e clareza das mensagens publicitárias; v) a alterações às mensagens publicitárias por forma a não induzir os investidores em erro quanto às características da oferta e/ou do emitente; e vi) à indicação de fontes que suportassem as afirmações evidenciadas nas peças em causa.

Relativamente à supervisão da comercialização de PFC, realizaram-se três ações de supervisão presencial especificamente dirigidas à comercialização de PFC e foram efetuadas análises “*desk-based*” relativas a doze contratos de intermediação e a uma colocação/comercialização de um PFC.

Paralelamente a esta atividade, tem-se vindo a intensificar a supervisão à distância da disponibilização de plataformas eletrónicas de negociação de PFC, identificando as entidades que as disponibilizam e as condições em que prestam este serviço no mercado português, os meios pelos quais essas entidades disponibilizam o acesso às plataformas, os tipos de produtos oferecidos, as condições de negociação e o cumprimento com o estabelecido no Regulamento da CMVM n.º 2/2012. Foram objeto de supervisão *on-site* cerca de 1.600 *sites* de internet e/ou plataformas eletrónicas de empresas de investimento a atuar em Portugal em regime de livre prestação de serviços, e foi possível identificar 82 empresas de investimento com publicidade a produtos financeiros complexos. Em 14 casos a publicidade não cumpria com todas as disposições legais e regulamentares aplicáveis.

Os trabalhos do CIF reforçaram a constatação de que a elevada complexidade associada a um conjunto abrangente de produtos financeiros trazia dificuldades aos investidores. Esta evidência levou a CMVM a celebrar um protocolo com a maioria dos bancos a operar em Portugal (apenas dois não o subscreveram), em que estes se comprometem a não comercializar por sua iniciativa junto do retalho os produtos financeiros mais complexos.

CAIXA VII – PROTOCOLO SOBRE A COMERCIALIZAÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS

No dia 10 de dezembro de 2013, a CMVM celebrou um Protocolo com 19 bancos, relativo à comercialização de produtos financeiros complexos junto dos investidores não qualificados, tendo a

Associação Portuguesa de Bancos (APB) desempenhado um papel central na discussão e na intermediação do acordo alcançado.

O Protocolo está em vigor desde 1 de janeiro de 2014. Os bancos signatários comprometeram-se a colocar na comercialização de PFC recursos humanos devidamente qualificados, capazes de compreender esses produtos, de assegurar a transmissão aos clientes de informação correta e completa e de garantir que o investimento é precedido da formulação das devidas advertências e da realização dos competentes testes de adequação do produto ao investidor.

As entidades financeiras assumiram o compromisso de se abster de comercializar a clientes de retalho – fora do âmbito da prestação do serviço de gestão discricionária de carteiras ou de consultoria para investimento – os PFC:

- Classificados com alerta gráfico laranja (risco elevado) ou vermelho (risco muito elevado) e cuja média das taxas de rentabilidade esperadas entre o percentil 20% e 80% seja negativa, com base em simulações elaboradas em conformidade com o previsto nos nº 2 e nº 3 do artigo 13º do Regulamento n.º 2/2012 da CMVM;
- Classificáveis com alerta laranja ou vermelho nos termos do artigo 9º do Regulamento nº2/2012 e cujo rendimento a pagar e/ou capital a devolver dependa de mais de três mecanismos de entre os constantes de uma lista anexa ao Protocolo, ou outros mecanismos que o banco signatário ou a CMVM considerem originadores de elevada complexidade.

Para efeitos do Protocolo são considerados clientes de retalho os investidores que sejam classificados como “não qualificados” e detenham em contas individuais ou coletivas, um património financeiro de valor igual ou inferior a € 500.000.

3.2.5. Literacia Financeira

O Plano Nacional de Formação Financeira (PNFF) foi lançado em 2011 pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF). No âmbito deste plano prosseguiu a concretização de projetos com vista à melhoria dos conhecimentos financeiros dos investidores e à adoção de comportamentos mais esclarecidos dos investidores em produtos financeiros, tendo sido iniciadas as ações de formação de formadores e realizadas sessões presenciais de esclarecimento a grupos com maiores fragilidades socioeconómicas. Com vista ao reforço da inclusão e integração, iniciou-se o desenvolvimento do projeto de formação à distância (*e-learning*), que tem como objetivo garantir que questões como a insularidade, a residência em zonas do país de maior isolamento ou a existência de necessidades

especiais por parte dos cidadãos não impedem o acesso a sessões de iniciação ou aprofundamento dos conhecimentos em matérias de investimento, poupança e gestão do orçamento familiar.

Em 2013 foi aprovado e publicado o Referencial de Educação Financeira para a Educação Pré-Escolar, o Ensino Básico, o Ensino Secundário e a Educação e Formação de Adultos, documento estratégico e orientador para a adoção da educação financeira nos diversos níveis formais de ensino, bem como em ações de formação de formadores e públicos-alvo específicos.

No âmbito da celebração do Dia Mundial da Poupança, decorreu em 31 de outubro o Dia da Formação Financeira. O CNSF concentrou as atividades em espaço escolar, sob o lema “A formação financeira está nas escolas. Não fique de fora”. As atividades tiveram como centro a Escola Secundária Filipa de Vilhena, na cidade do Porto. Esta foi, também, uma oportunidade para a primeira ação de sensibilização de professores para o Referencial de Educação Financeira, promovida pelo Ministério da Educação e Ciência em conjunto com os supervisores financeiros.

Realizou-se ainda a 2.ª edição do Concurso Todos Contam, que tem como objetivo premiar os melhores projetos de formação financeira em desenvolvimento nas escolas em cada ano letivo. Os projetos sensibilizam para a importância de conhecimentos financeiros no quotidiano, desenvolvem conhecimentos e capacidades financeiras nos alunos, promovem comportamentos e atitudes financeiras adequados, criam hábitos de poupança e divulgam o Portal Todos Contam. Foram recebidos 35 projetos, envolvendo 49 escolas e 11.835 alunos, um dos quais de uma instituição de ensino de Angola que segue o currículo e os programas portugueses (Colégio S. Francisco de Assis Luanda Sul). Foram atribuídos prémios a quatro escolas e uma Menção Especial Extraconcurso a uma outra escola.

Os conteúdos do Portal Todos Contam, lançado em 2012, continuaram a ser reforçados, permanecendo como o principal veículo de transmissão da informação financeira e das iniciativas do PNFF.

CAIXA VIII – REFERENCIAL DE EDUCAÇÃO FINANCEIRA E FORMAÇÃO DE PROFESSORES

A educação financeira nas escolas é essencial para a disseminação de conhecimentos na sociedade e permite um efeito multiplicador a nível geracional. O reconhecimento pelo CNSF da importância da formação financeira no espaço escolar levou ao desenvolvimento, em parceria com o Ministério da Educação e Ciência, de uma estratégia de intervenção no sistema educativo português que promovesse a educação financeira nas escolas. Neste âmbito, foi aprovado e publicado em 2013 o

Referencial de Educação Financeira para a Educação Pré-Escolar, o Ensino Básico, o Ensino Secundário e a Educação e Formação de Adultos, que constitui um documento basilar orientador para a adoção da educação financeira em contexto educativo e formativo, podendo ser utilizado pelos professores no contexto de ensino e aprendizagem de qualquer disciplina ou área curricular, em todos os níveis e modalidades de ensino.

No âmbito da execução do Referencial de Educação Financeira iniciou-se, no final de 2013, a preparação de ações de formação de professores, acreditadas pelo Conselho Científico-Pedagógico da Formação Contínua. Foi também acreditado um conjunto de técnicos da Direção-Geral da Educação e dos supervisores financeiros que serão responsáveis pela preparação de conteúdos e pela condução da ação de formação. Durante o biénio 2014-2015 está prevista a concretização de cinco ações de formação, abrangendo as diversas regiões do continente (Norte, Centro, Lisboa e Vale do Tejo, Alentejo e Algarve). Cada ação de formação inclui 25 horas de formação em sala e 25 horas de trabalho autónomo do formando.

A primeira ação de formação de formadores realizou-se a 21 de março de 2013, e teve como alvo técnicos de ação social, técnicos do rendimento social de inserção, mediadores dos Centros Nacionais de Apoio ao Imigrante e técnicos de informação ao consumidor, nomeadamente do Instituto de Segurança Social, do Alto Comissariado para a Imigração e Diálogo Intercultural, do Serviço Municipal de Informação ao Consumidor de Sintra, da Câmara Municipal de Sintra e da Santa Casa da Misericórdia de Cascais e da Associação de Beneficência Luso-Alemã. A 26 de junho, foi realizada uma outra sessão de formação subordinada ao tema da gestão do orçamento familiar e a prevenção e gestão do incumprimento de contratos de crédito celebrados por clientes particulares, tendo como formandos técnicos de informação e apoio ao consumidor de diversas Câmaras Municipais e técnicos de vários Centros de Arbitragem de Conflitos de Consumo.

Além deste projeto, e em linha com os objetivos traçados no PNFF 2011-2015, iniciou-se em 2013 um programa mais sistemático de formação financeira. Em maio de 2013 foi publicado um conjunto de módulos de formação financeira autónomos, em função das necessidades de formação dos diferentes públicos-alvo. Entre os temas a incluir encontram-se os relacionados com produtos de poupança e investimento, o crédito ao consumo e ao investimento e a prevenção de fraude.

3.3. REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO PORTUGUÊS

3.3.1. Reformas Legislativas e Regulamentares Concluídas e Principais

Implicações

O Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de fevereiro, transpõe a Diretiva “*Omnibus I*” (2010/78/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010) e a Diretiva 2010/73/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010. O Decreto-Lei introduziu alterações em diversos diplomas nacionais relativos à supervisão financeira, em especial ao Cód.VM quanto ao regime dos prospetos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e de admissão à negociação em mercado regulamentado, e aos deveres de informação e de cooperação da CMVM no quadro do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros.

Com a transposição da Diretiva “*Omnibus I*”, passaram a ser previstos novos deveres de informação e de cooperação no âmbito do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros, entre as autoridades europeias de supervisão (EBA, ESMA e EIOPA), o Comité Europeu do Risco Sistémico e as autoridades nacionais (Banco de Portugal, CMVM e ISP), com vista a assegurar a coordenação da supervisão no mercado interno, bem como a divulgação de informação das autoridades nacionais (designadamente, o registo de entidades reguladas e de conglomerados financeiros identificados, a divulgação de prospetos aprovados ou as disposições nacionais de natureza prudencial aplicáveis aos regimes de planos de pensões profissionais).

Entre as alterações ao regime do prospeto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ou de admissão à negociação em mercado regulamentado previsto no Cód.VM destacam-se a categorização dos investidores e a revisão de patamares quantitativos para efeitos da aplicação do regime das ofertas públicas de distribuição e de exigência de divulgação de prospeto (tais como o número de investidores não qualificados necessários para considerar uma oferta como pública, o valor da oferta de distribuição ou o valor nominal unitário dos instrumentos objeto da oferta). Os requisitos relacionados com a disponibilização do prospeto foram simplificados, clarificaram-se as regras aplicáveis às ofertas públicas subsequentes por intermediários financeiros (*retail cascade offers*) e foram introduzidas novas regras quanto ao conteúdo do sumário do prospeto no sentido de assegurar que este presta as informações fundamentais aos investidores de forma concisa, clara e harmonizada em toda a UE, facilitando a comparação de produtos semelhantes.

Em maio de 2013 foi publicado o novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo (RJOIC), na sequência da transposição da Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho (Diretiva OICVM IV), e das diretivas de implementação. O novo regime reserva a expressão ‘OICVM’ aos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários que respeitem os requisitos de investimento previstos na Diretiva OICVM e impõe que todos os demais sejam considerados de investimento alternativo, em linha com a terminologia adotada na Diretiva 2011/61/UE,

do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (cujos trabalhos de transposição não se concluíram em 2013). As matérias relacionadas com a liberdade de estabelecimento e de prestação de serviços, a comercialização transfronteiriça e a prestação de informação relativa a OICVM foram objeto de reformulação com o intuito de assegurar a convergência com as regras europeias. As estruturas de tipo principal e de tipo alimentação e a fusão transfronteiriça de OICVM foram também reformuladas.

Além das alterações especificamente relacionadas com a transposição das diretivas referidas, foram ainda introduzidas outras alterações materialmente relevantes, nomeadamente ao nível dos fundos próprios, da independência da entidade responsável pela gestão, da elegibilidade dos ativos do património e do funcionamento dos organismos de investimento alternativo.

O novo RJOIC aprovado pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio, bem como as orientações e recomendações da ESMA nesta área, impuseram a revisão do Regulamento da CMVM n.º 15/2003. Neste normativo foram incluídos os deveres relativos à comercialização e à informação aplicáveis a fundos de pensões abertos de adesão individual. No que respeita às orientações e recomendações da ESMA, a que a CMVM tem aderido, acolheram-se as relativas à definição de alguns tipos de organismos de investimento coletivo e as relativas ao cálculo da exposição global em instrumentos financeiros derivados, a operações de empréstimo e de reporte, à informação a prestar em relação aos OICVM associados a um índice e negociados em mercado regulamentado e ao cálculo do indicador sintético de risco e de remuneração que deve constar do documento com informações fundamentais destinadas aos investidores.

Procedeu-se também à revisão do plano de contabilidade dos organismos de investimento coletivo, de modo a refletir as alterações introduzidas pelo novo regime jurídico. Entre as alterações constantes do Regulamento da CMVM n.º 6/2013 destaca-se a criação de novas contas associadas aos ativos, passivos e resultados relacionados com a estrutura das sociedades de investimento mobiliário.

O Regulamento da CMVM n.º 1/2013 introduziu no ordenamento jurídico nacional os fundos do mercado monetário e os fundos do mercado monetário de curto prazo conforme definidos nas “CESR’s Guidelines on a common definition of European money market funds” (Ref.: CESR/10-049), o que permite aos fundos portugueses concorrer em igualdade de circunstâncias e num segmento de mercado muito competitivo com os demais fundos europeus. O Regulamento também alterou as regras de contabilização, em particular as que respeitam ao imposto aplicável às mais-valias. Assim, prevê-se a obrigatoriedade de deduzir ao valor da unidade de participação (UP) o imposto relativo a mais-valias potenciais incluídas no valor das UP e que, como tal, são objeto de distribuição aos participantes, quer sob a forma de rendimentos, quer através do resgate de UP. Com a publicação do Regulamento

da CMVM n.º 5/2013, que regula a tipologia dos organismos de investimento coletivo, este último Regulamento passou a ser a base legal dos fundos do mercado monetário.

No âmbito da segunda revisão do Regulamento da CMVM n.º 2/2000, relativo ao Sistema de Indemnização aos Investidores (SII), o Regulamento da CMVM n.º 2/2013 introduziu alterações às contribuições anuais para as despesas de funcionamento do SII e ao dever de reporte semestral de informação sobre os investidores e os créditos cobertos pelo SII. As contribuições anuais para as despesas de funcionamento foram aumentadas para € 5.000 dada a necessidade de assegurar a cobertura de despesas que sofreram um considerável incremento em razão do acionamento do SII ocorrido em 2010. Porém, tendo em conta a diferente dimensão das entidades participantes e de forma a evitar impor a todas elas uma contribuição de igual montante, introduziu-se a possibilidade de a Comissão Diretiva do SII, em cada ano, reduzir o valor da contribuição anual em diferentes montantes. Quanto ao dever de reporte semestral de informação sobre os investidores e créditos cobertos, a desagregação, anteriormente prevista, por cliente, conta e ativo foi substituída por uma desagregação unicamente por cliente, sem prejuízo de o SII poder solicitar informação desagregada por conta, por titular de conta e por instrumento financeiro.

O Regulamento da CMVM n.º 3/2013 alterou o Regulamento da CMVM n.º 2/2007, e é relativo ao registo junto da CMVM dos consultores para investimento individuais e de sociedades de consultoria para investimento. A par dos requisitos de qualificação académica permite-se a avaliação da experiência profissional dos requerentes que demonstrem conhecimentos adquiridos especificamente no âmbito dos mercados financeiros: a CMVM poderá, em casos excecionais e norteados por critérios de exigência, aceitar a demonstração de competências profissionais, por via da experiência profissional, como requisito alternativo àquelas qualificações para efeitos de registo de consultores para investimento.

O Regulamento da CMVM n.º 4/2013 foi aprovado a 18 de julho de 2013 e entrou em vigor a 1 de janeiro de 2014. Nos termos do Regulamento, os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal e sujeitos à lei pessoal portuguesa continuam a ter o dever de elaboração de um “Relatório de Governo Societário”. O relatório deve incluir informação detalhada sobre a estrutura e as práticas de governo societário, os elementos mencionados no art.º 245-A do Cód.VM, as informações complementares previstas no Regulamento e todas as que sejam relevantes para a compreensão do modelo e das práticas de governo adotadas. Deve incluir também i) a identificação do código de governo das sociedades adotado; ii) a apreciação da sociedade quanto ao cumprimento das recomendações previstas nesse código; e iii) a explicação efetiva, justificada e fundamentada da razão do não cumprimento das recomendações previstas no código

adotado, em termos que demonstrem a adequação da solução alternativa adotada aos princípios de bom governo das sociedades e que permitam uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação. O Regulamento da CMVM n.º 4/2013 consagra a opção entre a aplicação do Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2013 ou de um código de governo societário emitido por entidade vocacionada para o efeito.

Por outro lado, a Instrução da CMVM n.º 1/2013 adita aos deveres já consagrados na (agora revogada) Instrução n.º 9/2011 a obrigatoriedade de os intermediários financeiros reportarem à CMVM os seus preçários relativos à aquisição de obrigações em mercado primário (ofertas públicas de subscrição). Na atividade de capital de risco, a Instrução n.º 2/2013 redefiniu os moldes de prestação de informação à CMVM pelas entidades gestoras de Fundos de Capital de Risco e pelas Sociedades de Capital de Risco. Não obstante o Regulamento da CMVM n.º 1/2008 identificar a informação a prestar semestral e anualmente e estabelecer os respetivos prazos de envio, nele não era definido de forma clara o formato da informação a reportar, pelo que era apresentada em formato papel, ou em ficheiros PDF ou XLS. A Instrução n.º 2/2013 especifica a informação a reportar e clarifica que o reporte deve ser efetuado através do domínio de *extranet* da CMVM. Tal permitirá uma maior celeridade, flexibilização e automatização no tratamento da informação e reforçará a sua segurança, rigor e qualidade, o que contribuirá para simplificar os procedimentos de supervisão prudencial da atividade de capital de risco.

A Instrução da CMVM n.º 03/2013, em vigor desde 1 de janeiro de 2014, regula o conteúdo e a forma de reporte da informação a prestar à CMVM pelas entidades emitentes, gestoras ou comercializadoras no âmbito da comercialização de produtos financeiros complexos (PFC) e concretiza os deveres de informação consagrados no Regulamento da CMVM n.º 2/2012. A informação a reportar respeita fundamentalmente às características do PFC, aos custos/encargos a suportar pelos investidores, às características da oferta, aos fluxos monetários relevantes durante a vigência do PFC e aos resultados da comercialização. A Instrução impõe igualmente deveres de reporte aos intermediários financeiros que comercializem PFC através de plataformas eletrónicas de negociação.

A Instrução da CMVM n.º 4/2013 substitui a Instrução n.º 4/2012 e altera o prazo de envio das carteiras de organismos de investimento coletivo (de três para cinco dias úteis), bem como, ainda que parcialmente, os critérios admissíveis de valorização dos ativos que as integram (exclusão do valor médio das ofertas de compra e de venda/*mid price* e inclusão do valor médio das ofertas de compra e do modelo do custo amortizado).

A CMVM realizou quatro consultas públicas em 2013, sobre a revisão do Regulamento relativo ao registo dos auditores e aos seus deveres, as propostas de alteração do Regulamento referente aos organismos de investimento coletivo, a revisão ao Código do Governo das Sociedades e o projeto de

Regulamento relativo ao governo das sociedades cotadas. No âmbito do CNSF foi submetido a consulta pública o documento “A avaliação e valorização de imóveis – uma abordagem integrada para o sistema financeiro Português”.

A CMVM disponibilizou ainda através do seu sítio na internet a consulta da ESMA relativa à adoção da nova regulamentação sobre as agências de *rating* e a consulta pública conjunta da ESMA e da EBA sobre as linhas de orientação no tratamento de reclamações.

3.3.2. Reformas legislativas em curso

A CMVM participou em vários Grupos de Trabalho dedicados a trabalhos de transposição ou execução no ordenamento jurídico nacional de diversas diretivas e regulamentos da União.

EMIR

Um dos grupos elaborou o anteprojeto de execução do Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações, tendo o CNSF apresentado o seu anteprojeto ao Governo em junho de 2013. Este Regulamento, vulgarmente designado pelo acrónimo EMIR (de *European Market Infrastructure Regulation*), resulta das recomendações do G20 no sentido de reforçar a supervisão, reduzir os riscos de futuras crises financeiras e a sua gravidade e contribuir para a regulação e a transparência de contratos derivados negociados em mercado de balcão (OTC).

O EMIR introduz deveres legais que têm em vista melhorar a transparência pós-negociação e reduzir os riscos associados ao mercado de derivados, designadamente através da necessidade de interposição de uma contraparte central ou da adoção de técnicas de mitigação de riscos para os derivados não compensados centralmente. Estes deveres impendem sobre as contrapartes nos contratos de derivados, independentemente da sua natureza, aplicando-se por isso a contrapartes financeiras e não financeiras.

Em particular, o EMIR estabelece as seguintes obrigações: i) obrigação de compensação centralizada junto de uma contraparte central para determinados derivados padronizados celebrados fora de mercados regulamentados (derivados OTC) - a obrigatoriedade de compensação aplica-se a contrapartes financeiras e a contrapartes não financeiras que excedam os limiares de compensação previstos (*vd.* Regulamento Delegado (EU) 149/2013 da Comissão Europeia); ii) obrigação de adoção de medidas de mitigação de risco para derivados OTC não compensados centralmente - esta obrigação

impende sobre contrapartes financeiras e não financeiras, dependendo a extensão das obrigações das contrapartes não financeiras de o limiar de compensação ser excedido ou não; e iii) comunicação obrigatória das transações sobre todos os derivados para repositórios de transações (*trade repositories*) - esta obrigação aplica-se a contrapartes centrais, financeiras e não financeiras.

O EMIR estabelece ainda requisitos relativos i) à autorização (ou reconhecimento) para o exercício da atividade (incluindo mecanismos de interoperabilidade entre contrapartes centrais) e à supervisão das contrapartes centrais; e ii) ao registo (ou reconhecimento) para o exercício da atividade e à supervisão de repositórios de transações.

AIFMD

A CMVM participou na elaboração dos anteprojetos de decretos-lei de transposição para a ordem jurídica interna da Diretiva 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo (AIFMD), bem como do anteprojeto da respetiva proposta de lei de autorização legislativa. A AIFMD introduziu regras sobre a autorização de entidades gestoras de organismos de investimento alternativo geridos ou comercializados na UE, condições de funcionamento e requisitos de transparência a que aquelas entidades gestoras devem estar sujeitas e, ainda, regras sobre a comercialização transfronteiriça de unidades de participação desses organismos. A Diretiva aplica-se a todas as entidades gestoras de organismos de investimento alternativo com sede na UE e às entidades gestoras de países terceiros que gerem organismos de investimento alternativo constituídos na UE ou que comercializem na UE organismos de investimento alternativo aí constituídos, ou em países terceiros.

Razões de simplificação e de economia legislativas e o propósito de uma consistente sedimentação e conformação do direito nacional às exigências da AIFMD, justificaram a elaboração de dois anteprojetos de decretos-lei de transposição:

- a) Um relativo à revisão do RJOIC, propondo-se um novo regime, aplicável a todos os organismos de investimento coletivo em ativos mobiliários, imobiliários e não financeiros, com a integração da matéria prevista no Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de março);
- b) Um relativo à revisão do regime jurídico do capital de risco previsto no Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de novembro, propondo-se um novo regime jurídico que inclui igualmente a atividade de investimento em empreendedorismo social e em investimento alternativo especializado – o Regime Jurídico do Investimento Alternativo em Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e Especializado. Na

atividade de investimento em capital de risco procurou-se manter as soluções atuais e ainda acolher as alterações impostas pela AIFMD (o que se traduz na previsão de novas sociedades quando os montantes sob gestão ultrapassem os limiares relevantes previstos nesta Diretiva). Este anteprojeto consagra ainda as normas necessárias à execução, na ordem jurídica interna, do Regulamento (UE) n.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013, relativo a fundos europeus de capital de risco (EuVECA), e do Regulamento (UE) n.º 346/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013, relativo a fundos europeus de empreendedorismo social (EuSEF).

Revisão da Diretiva 2004/39/CE relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros

A Comissão Europeia apresentou em outubro de 2011 a proposta de revisão da Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF), com o objetivo de tornar os mercados financeiros mais eficientes, resilientes e transparentes e de reforçar a proteção dos investidores. A proposta visa dar resposta às alterações verificadas nos mercados financeiros desde a adoção da DMIF em 2004, marcadas pelo desenvolvimento de novas plataformas de negociação (como as *broker crossing networks*), de novos produtos e de progressos tecnológicos que permitem a negociação de alta frequência.

Entre as medidas propostas pela CE incluem-se: i) a criação de uma nova forma organizada de negociação (*organised trading facilities* - OTF), que enquadra formas de negociação alternativas não reguladas; ii) o alargamento das regras de divulgação de informação pré- e pós-negociação, bem como o reforço e a harmonização das regras de reporte de informação às autoridades competentes, de modo a aumentar a transparência dos mercados financeiros e a qualidade da informação divulgada para efeitos de supervisão; e iii) o reforço dos requisitos de organização interna e de normas de conduta de intermediários financeiros e operadores de mercados regulamentados, incluindo novos deveres de organização e de conduta para dar resposta aos riscos inerentes à negociação com recurso a algoritmos ou de alta frequência.

As licenças de emissão de gases com efeito de estufa serão qualificadas como instrumentos financeiros com o objetivo de sujeitar a respetiva negociação à regulação dos mercados financeiros. Prevê-se também que seja regulamentada a negociação obrigatória de derivados elegíveis em estruturas organizadas de negociação, o reforço dos poderes de intervenção sobre a detenção de posições em derivados e estabelecidas regras de acesso a estruturas organizadas de negociação e câmaras de compensação.

São ainda de destacar as propostas de extensão de regras da DMIF à comercialização de depósitos

bancários complexos; a criação de mecanismos com vista à consolidação da informação pós-negociação; o alargamento dos poderes das autoridades nacionais e da ESMA no sentido de poderem proibir ou restringir a comercialização de instrumentos financeiros ou o exercício de determinadas atividades financeiras (designadamente quando esteja em causa a proteção dos investidores ou a estabilidade dos mercados financeiros); regras harmonizadas para o acesso de empresas de investimento de países terceiros; e a harmonização de sanções e de medidas administrativas aplicáveis pelas autoridades competentes.

Revisão da Diretiva 2003/6/CE relativa ao Abuso de Informação Privilegiada e à Manipulação de Mercado

A proposta de revisão da Diretiva 2003/6/CE, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, foi apresentada em outubro de 2011, e o acordo político entre o Parlamento Europeu e o Conselho foi alcançado em setembro de 2013. O projeto de Regulamento destina-se a substituir as regras atualmente previstas na Diretiva 2003/6/CE e passará a ser o instrumento principal de regulação do regime do abuso de mercado na União Europeia.

As principais alterações propostas incluem: i) o alargamento do âmbito das regras previstas na Diretiva 2003/6/CE aos instrumentos financeiros negociados exclusivamente em sistemas de negociação multilateral ou em OTF; ii) a clarificação da aplicação de regras do regime de abuso de mercado a determinados instrumentos financeiros derivados, designadamente os *credit default swaps*; iii) a clarificação dos conceitos de informação privilegiada e de manipulação de mercado relativamente a instrumentos derivados de matérias-primas; iv) medidas que visam dar resposta a estratégias de manipulação de mercado com recurso à negociação de elevada frequência e ao uso de algoritmos; v) a obrigação de os emitentes comunicarem às autoridades competentes a decisão de diferimento de divulgação de informação privilegiada; vi) um regime de autorização para diferimento de divulgação de informação privilegiada por razões de risco sistémico; e vii) a harmonização de regras sobre a elaboração de listas de *insiders* e de divulgação de transações de dirigentes.

Estão previstos poderes reforçados para as autoridades competentes, regras mínimas sobre sanções administrativas aplicáveis por essas autoridades e a criação de um regime de proteção e incentivo à denúncia de violações das proibições e deveres previstos no Regulamento (*whistleblowing*).

Adicionalmente, a CE apresentou uma proposta de Diretiva que determina a obrigação de os Estados-membro preverem sanções penais para o abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado, com o objetivo de aproximar as sanções penais para este tipo de crimes na UE.

Transposição da Diretiva 2011/89/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de novembro de 2011

A CMVM participou na elaboração do anteprojeto de Decreto-Lei de transposição para a ordem jurídica interna da Diretiva 2011/89/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de novembro de 2011 (FICOD 1), relativa à supervisão complementar das entidades financeiras de um conglomerado financeiro. A FICOD 1 introduz alterações na supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro, e confere às autoridades competentes do setor financeiro poderes e instrumentos complementares para a supervisão de grupos compostos por várias entidades regulamentadas, ativas em diferentes setores dos mercados financeiros. O anteprojeto propõe a alteração do Decreto-Lei n.º 145/2006, de 31 de julho, que transpõe a Diretiva dos conglomerados financeiros e que já havia sido alterado pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de fevereiro. As principais alterações propostas dizem respeito à identificação de um “conglomerado financeiro”, designadamente à forma de aplicação e cálculo dos limiares a partir dos quais um grupo se qualifica como tal. A ser aceite o anteprojeto apresentado, o Decreto-Lei n.º 145/2006 passa a abranger expressamente na definição de “entidade regulamentada” as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário e as sociedades autorizadas a gerir fundos de investimento alternativo, que passam também a estar incluídas no apuramento dos limiares de identificação de um conglomerado financeiro.

3.3.3. Coordenação Nacional da Supervisão e da Promoção da Estabilidade Financeira

Comité Nacional para a Estabilidade Financeira

O Presidente da CMVM integra o Comité Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF), cujo propósito é o de promover a estabilidade do sistema financeiro mediante a estreita cooperação e troca de informações entre os três supervisores do setor financeiro e o Ministro de Estado e das Finanças.

A prioridade do CNEF em 2013 foi assegurar a concretização do mandato macroprudencial das autoridades nacionais, conforme as recomendações emitidas pelo Comité Europeu de Risco Sistémico. Para isso, foram tidos em conta os princípios orientadores sobre os elementos essenciais dos mandatos macroprudenciais nacionais: o objetivo da política macroprudencial, o modelo institucional

da autoridade macroprudencial, as suas respetivas atribuições, competências e instrumentos, e os princípios de governação que devem ser observados, nomeadamente a transparência, a responsabilidade e a independência. Em paralelo, o CNEF acompanhou a evolução do sistema financeiro nacional.

Conselho Nacional de Supervisores Financeiros

A legislação que cria o CNSF foi alterada através do Decreto-Lei n.º 143/2013, conferindo ao Conselho um papel consultivo em matéria de política macroprudencial. O CNSF passou a reunir-se de duas formas distintas: a microprudencial, com os três supervisores do sistema financeiro, e a macroprudencial, que engloba, além daqueles, um representante do Ministério das Finanças.

O CNSF desenvolveu uma intensa atividade de análise do sistema financeiro português monitorizando os riscos intersectoriais com base em relatórios internos regulares, produzidos por um grupo de trabalho compostos por membros das três entidades. Foi também através do CNSF que se coordenou a presença dos supervisores do sistema financeiro nacional nos fora internacionais de que fazem parte, nomeadamente a participação no Comité Europeu do Risco Sistémico e nas Autoridades Europeias de Supervisão. O CNSF acompanhou com especial atenção os desenvolvimentos no mercado imobiliário nacional, tendo em atenção as suas profundas relações com os diferentes subsectores do setor financeiro, e apresentou uma proposta, submetida a consulta pública, com o objetivo de reforçar a robustez das avaliações de imóveis, o trabalho desenvolvido pelos peritos avaliadores e, em última instância, os interesses dos investidores. O CNSF desempenhou também as suas competências em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo, constituindo-se como fórum de debate e deliberação sobre metodologias tendo também colaborado com a Unidade de Informação Financeira da Polícias Judiciária e com o Grupo de Ação Financeira, uma instituição intergovernamental independente com mandato para elaborar e promover políticas para proteger o sistema financeiro mundial do branqueamento de capitais, do financiamento do terrorismo e do financiamento da proliferação de armas de destruição em massa.

O CNSF teve um papel importante na coordenação das iniciativas legislativas dos três supervisores, de que se destacam a publicação de uma nota conjunta de esclarecimento sobre o Regulamento EMIR, o projeto legislativo de transposição da Diretiva AIFMD e o projeto de transposição da Diretiva relativa à supervisão complementar das entidades financeiras de conglomerados financeiros. Relewa-se ainda o esforço sustentado do CNSF no desenvolvimento das ações relativas ao Plano Nacional de Formação Financeira.

Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria

A CMVM presidiu ao Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria (CNSA) através de um membro do seu Conselho Diretivo. O CNSA integra ainda o Banco de Portugal, o Instituto de Seguros de Portugal, a Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (OROC) e a Inspeção-Geral de Finanças (IGF).

Entre as atividades desenvolvidas ao longo do ano, o CNSA aprovou e publicou o “Relatório sobre os resultados do controlo de qualidade e respetiva supervisão do ciclo 2012/2013”. Além do acompanhamento da tramitação judicial de processos iniciados em anos anteriores, o CNSA deduziu acusação num processo de contraordenação a uma sociedade de revisores oficiais de contas; pronunciou-se, a pedido do Gabinete da Ministra de Estado e das Finanças, sobre a proposta de alteração do Estatuto da OROC; prestou apoio à Representação Permanente de Portugal junto da UE na definição da posição nacional sobre a proposta de Diretiva relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas, e sobre a proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos requisitos específicos para a revisão legal das contas de entidades de interesse público. O CNSA apreciou, ainda, 28 processos relacionados com o apuramento de eventual responsabilidade contraordacional relativos a ações de controlo de qualidade a revisores e sociedades de revisores oficiais de contas, de que resultou a aplicação de três coimas, 23 admoestações e dois arquivamentos.

O CNSA participou nos trabalhos do International Forum of Independent Audit Regulators (IFIAR), do Grupo Europeu dos Órgãos de Supervisão dos Auditores (EGAOB), do European Audit Inspections Group (EAIG) e do Audit Regulatory Committee (AuRC), e colaborou com o Ministério das Finanças na proposta de Regulamento Europeu que estabelece um programa da UE de apoio a atividades específicas no domínio do relato financeiro e da auditoria para o período 2014-2020.

Cooperação Institucional

A CMVM tem representação no Conselho Geral e no Comité de Normalização Contabilística Empresarial da Comissão de Normalização Contabilística (CNC), órgão responsável pela preparação dos projetos de normas e de interpretações de contabilidade para o setor empresarial em Portugal. A participação na CNC contribui para articular o posicionamento português no desenvolvimento das NIC e para alinhar o SNC com essas normas, e visa aumentar a qualidade e a comparabilidade das demonstrações financeiras de empresas, independentemente do normativo contabilístico usado, o que facilitará o processo de consolidação dos grupos nacionais

3.4. ATIVIDADE INTERNACIONAL

3.4.1. Participação em Organismos Internacionais

A atividade internacional voltou a pautar-se pela forte representação da CMVM em diversos organismos internacionais, atenta a relevância dessa participação para a atividade de supervisão e de regulação desenvolvida na esfera interna. O presidente do Conselho Diretivo da CMVM exerce o cargo de vice-presidente da ESMA – para que foi reeleito em 2013 -, de presidente do Comité Regional Europeu da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), e é membro do *Board* desta Organização.

O Comité Regional Europeu da IOSCO reúne as autoridades reguladoras do mercado europeu que integram a IOSCO e tem por objetivo o debate e a coordenação de posições em relação a temas que se prendem com o governo da Organização e com matérias de política que são posteriormente discutidas e decididas pelo *Board*. O Comité tem analisado de forma continuada e regular os riscos emergentes nos mercados financeiros europeus e mundiais, e identificado áreas específicas em relação às quais decorra a necessidade de serem desenvolvidos trabalhos no âmbito da IOSCO.

A identificação, prevenção e mitigação de riscos nos mercados de valores mobiliários continuou a ser umas das prioridades da participação em organismos internacionais, designadamente nos casos do Committee on Emerging Risks (CER) da IOSCO, presidido pelo presidente do Conselho Diretivo da CMVM, e do Committee on Economic and Market Analysis da ESMA, presidido por um membro do Conselho Diretivo. A CMVM participou ainda no Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), no âmbito do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros.

3.4.1.1. Participação na ESMA

O Board of Supervisors (BoS) é o órgão decisório da ESMA. A CMVM tem assento no BoS, e o Presidente do Conselho Diretivo da CMVM, como referido, é Vice-Presidente da ESMA. Entre as matérias que foram tratadas nas sete reuniões efetuadas em 2013 destacam-se: i) a aprovação de padrões técnicos para adoção do Regulamento (UE) n.º 648/2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações, e da regulamentação conexa; ii) a prestação de aconselhamento técnico à Comissão Europeia quanto à equivalência entre o regime legal e de supervisão de determinados países e o EMIR; iii) a elaboração e publicação de *Risk*

Dashboards para acompanhamento da estabilidade financeira na Europa; iv) os princípios e recomendações ESMA-EBA “Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU”, publicados em junho de 2013; e v) a negociação de MoUs com autoridades de países terceiros, o desenvolvimento de *Guidelines* sobre conceitos-chave, remuneração e prestação de informação, e padrões técnicos relativos a tipos de fundos de investimento alternativos.

O Committee of Economic and Markets Analysis (CEMA) passou a ser novamente presidido por um membro do Conselho Diretivo da CMVM a partir do último trimestre de 2013. O CEMA continuou focado na análise económica do mercado de valores mobiliários, na identificação dos respetivos riscos, tendências e vulnerabilidades, e no desenvolvimento de indicadores de risco. O trabalho incluiu a análise de temas relevantes de que são exemplo os credit default swaps, os interest rate swaps, as vendas curtas e as transações com base em algoritmos e de alta frequência.

CAIXA IX – PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS NA EUROPA

A última década do século XX foi marcada pela transformação do setor financeiro nas principais economias mundiais. A desregulamentação do setor bancário foi acompanhada pela oferta de novos produtos de investimento e pela emissão de novos produtos financeiros, muitos complexos. Em alguns casos, os produtos financeiros surgiram para satisfazer clientes institucionais e clientes de retalho mais sofisticados. Em geral, os produtos mais complexos combinavam um título de dívida e a exposição ao mercado de capitais, permitindo aos clientes beneficiar de retornos mais elevados (mas também mais arriscados) que os depósitos tradicionais. Por seu turno, os intermediários financeiros beneficiavam de margens mais elevadas do que as associadas aos produtos tradicionais.

O aumento da popularidade dos produtos financeiros complexos ocorreu em simultâneo com o aumento do exotismo e da complexidade dos produtos, o que tornou menos clara a apreensão das suas características e do seu risco mesmo pelos investidores mais sofisticados. Reconhecidas estas dificuldades, autoridades de regulação nacionais e internacionais mantiveram um escrutínio apertado sobre este tipo de produtos. No âmbito da ESMA, a CMVM integrou um grupo de análise que estudou as características de alguns produtos financeiros complexos comercializados na Europa e de que resultou um relatório divulgado publicamente em 2013.⁴²

⁴² Economic Report – Retailisation in the EU, Nº 1/2013, disponível em <http://www.esma.europa.eu/2BB42DCA-B085-4A94-8BC2-FC3E94D8C310/FinalDownload/DownloadId->

No relatório são referidas duas preocupações dos supervisores europeus: (i) a existência de riscos para o sistema financeiro associados à multiplicação de produtos financeiros complexos; (ii) a perceção do risco associado a estes produtos por parte do investidor mediano e dos que têm menor literacia financeira. O estudo concluiu que a multiplicação deste tipo de produtos poderia conduzir a um aumento do risco reputacional para os intermediários financeiros caso os seus clientes enfrentassem perdas avultadas e, em última instância, à perda de confiança no próprio sistema financeiro e na regulação.

No estudo foi analisada uma amostra de 76 produtos financeiros comercializados em treze países da União Europeia, entre os quais Portugal, sendo a Itália, a França e a Alemanha os países com maior número de produtos financeiros complexos examinados. Na amostra existe uma predominância de produtos financeiros complexos cujos subjacentes eram ações ou índices de ações (cerca de 84%), em linha com a distribuição efetiva desses produtos no mercado. Não existindo mercado secundário para a maioria destes produtos, foi necessário recorrer a modelos de pricing teóricos para aferir o desvio entre o preço pago pelos investidores aquando da subscrição e o valor teórico intrínseco do produto.

Tabela A1 – Diferença entre preço pago e valor intrínseco dos produtos (desvio)

		Valor teórico (em % do preço de emissão)	Desvio Anualizado
Proteção de Capital	Sim	96,0%	1,2%
	Não	94,0%	2,1%
Maturidade (anos)			
2		95,7%	2,2%
3		96,4%	1,2%
4		94,9%	1,3%
5		93,9%	1,3%
6		94,8%	0,9%

Fonte: ESMA

Em média, o valor teórico intrínseco do produto era inferior ao preço pago na subscrição em 4,6% desse preço. Em termos anuais, o desvio anualizado era de 1,5%, conquanto quase 20% dos produtos tivessem desvios superiores a 2,5%. É de notar, também, que esta avaliação não tomou em conta o risco de crédito das entidades que emitiram os produtos (o risco destes produtos não está coberto pelos fundos de garantia bancários, sendo na maioria dos casos equiparável a outra dívida não subordinada dos bancos), nem outros custos associados à sua custódia ou a eventual transação em mercado secundário. Se tal tivesse sido contabilizado, a diferença entre o preço pago e o valor teórico intrínseco seria certamente superior.

Foi ainda concluído que os produtos com garantia de capital tinham associados desvios anualizados substancialmente inferiores e que esses desvios eram decrescentes com a maturidade do produto (ver Tabela).

Em suma, a análise desenvolvida concluiu pela existência de uma significativa diferença amostral entre o valor teórico intrínseco e o valor de emissão nesta categoria de produtos, transversal aos vários países da União Europeia e às várias tipologias de produtos, muito embora persista alguma idiossincrasia relacionada com algumas características específicas de cada produto. Estes resultados permitem antecipar que o investimento na literacia financeira dos investidores e a maior transparência ao nível da informação fornecida pelos intermediários financeiros são fundamentais para ultrapassar algumas das assimetrias de informação existentes neste segmento do mercado.

A ESMA aprovou, em 2013, uma nova metodologia de atuação para o Review Panel com o objetivo de reforçar a convergência de regulamentação e de supervisão entre as diversas jurisdições que a integram e as autoridades nacionais. Os exercícios incluem agora a possibilidade de realização de visitas a um conjunto limitado de autoridades locais por equipas compostas por elementos do Review Panel e por técnicos da ESMA. Uma equipa visitou a CMVM com o objetivo de avaliar o modo de supervisão da informação prestada aos investidores para que estes possam compreender a natureza e os riscos dos produtos financeiros que lhes são oferecidos. No final do ano o Review Panel estava a realizar os seguintes exercícios de *peer review*: i) supervisão da *best execution* de acordo com as regras estabelecidas pela DMIF; ii) supervisão das “*Guidelines sobre high frequency trading*”; e iii) supervisão da informação prestada aos investidores (*conduct of business*) de acordo com as regras estabelecidas na DMIF.

O Market Integrity Standing Committee (MISC) ocupa-se de temas relacionados com a integridade do mercado. Ao longo do ano foram apresentados e discutidos diversos casos por várias autoridades de supervisão (a CMVM apresentou três casos) bem como formas de cooperação, troca de experiências (metodologias de análise de casos de manipulação, por exemplo) e informação entre as autoridades nacionais. O MISC preparou o relatório de aconselhamento técnico à CE com um balanço do período inicial de vigência do Regulamento EU n.º 236/2012 sobre vendas curtas e certos aspetos dos CDS, acompanhou a alteração da legislação europeia sobre abuso de mercado e preparou o documento de consulta pública sobre as possíveis medidas de adoção do novo Regulamento Europeu do abuso de mercado.

As competências para o registo e a supervisão das agências de notação de risco são da responsabilidade da ESMA desde julho de 2011. As autoridades competentes nacionais têm cooperado sobretudo através da participação no Technical Committee on Credit Rating Agencies, no que respeita à elaboração de projetos de normas técnicas de regulamentação, bem como à emissão de orientações e de recomendações relativas à atividade de supervisão e registo das agências.

Em junho de 2013 entrou em vigor o Regulamento (UE) n.º 462/2013 (CRA3), que alterou o Regulamento (UE) n.º 1060/2009. Entre as principais alterações encontram-se medidas para reduzir a dependência excessiva de notações de risco, novas regras em relação às notações soberanas e o reforço de requisitos de independência. A CRA3 obriga a ESMA a apresentar à CE, até 21 de junho de 2014, projetos de normas técnicas relativas a divulgações sobre instrumentos financeiros estruturados, ao conteúdo e formato da plataforma de notação europeia e da comunicação periódica sobre as taxas cobradas pelas agências de notação de risco. Em dezembro foram publicadas as primeiras Q&A relativas à CRA3. Foi ainda emitido um relatório com a identificação das principais deficiências detetadas na emissão de notações soberanas pelas três principais agências de notação de risco.

O Corporate Finance Standing Committee (CFSC) tem responsabilidades sobre as Diretivas do prospeto, da OPA e da transparência e nas matérias relacionadas com o Governo das Sociedades. São de destacar os seguintes trabalhos desenvolvidos: i) apresentação à CE do parecer técnico no âmbito da Diretiva do prospeto revista (2010/73/UE), relacionado com a identificação das situações em que existe a obrigação sistemática de apresentar uma adenda a um prospeto; ii) apresentação de situações que devem ser consideradas como fora do âmbito do conceito de *acting in concert* – trabalho apresentado pelo *Takeover Bids Network* (rede de autoridades com competências na área das ofertas públicas de aquisição constituída no seio do CFSC); iii) opinião sobre a inadmissibilidade de prospectos de base tripartidos e sobre o enquadramento para a avaliação de prospectos de países terceiros nos termos do art. 20.º da Diretiva do prospeto; iv) apresentação do relatório comparado com os regimes

de responsabilidade de cada Estado Membro, no âmbito da Diretiva do prospeto, v) trabalho no âmbito dos *proxy advisors* (consultores em matéria de voto): esteve em consulta pública um código de conduta cuja aprovação se prevê para o primeiro trimestre de 2014.

Na área da proteção do investidor e da intermediação, o Investor Protection and Intermediaries Standing Committee (IPISC) propôs as Orientações relativas a políticas de remuneração adotadas pelos intermediários financeiros que prestem serviços e atividades de investimento, uma área de desenvolvimento dos princípios relativos a conflitos de interesses e a organização do intermediário financeiro previstos na DMIF. O IPISC colaborou ainda na elaboração de alerta aos investidores relativo a contratos diferenciais.

Prosseguiram os trabalhos do Post-Trading Standing Committee (PTSC) no âmbito da adoção do Regulamento EMIR e da regulamentação conexa. Após a entrada em vigor dos regulamentos delegados e dos regulamentos de execução (*regulatory technical standards e implementing technical standards*) em março de 2013, o PTSC iniciou a compilação das principais questões relacionadas com estas normas, o que permitirá uma abordagem consistente e harmonizada da aplicação do EMIR e da regulamentação conexa.

No que se refere à autorização das contrapartes centrais e à intervenção dos colégios de reguladores nos termos do EMIR, destaca-se a elaboração e publicação do Regulamento Delegado (UE) n.º 876/2013 da Comissão, relativo às normas técnicas de regulamentação relativas aos colégios de contrapartes centrais, bem como a publicação das “*Guidelines and Recommendations regarding written agreements between members of CCP colleges*”. Ainda nesta área, foram divulgadas as “*Guidelines and Recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements*”.

O PTSC deu especial atenção ao reporte dos derivados negociados OTC e dos derivados negociados em plataformas negociação. Foram publicadas Q&A relativas ao reporte de transações, clarificadas questões associadas à identificação das contrapartes, aos códigos a utilizar e ao reporte das operações realizadas antes da data de início de reporte, mas sujeitas à obrigação nos termos do estabelecido no EMIR (*backloading*).

O Secondary Market Standing Committee (SMSC) trata dos assuntos relacionados com a estrutura, transparência e eficiência dos mercados secundários de instrumentos financeiros, incluindo plataformas de negociação e mercados de balcão. O SMSC centrou a sua atividade na preparação de projetos para normas técnicas, com vista à adoção da DMIF II. O texto final da DMIF II foi acordado entre Conselho e Parlamento Europeus já no início de 2014, pelo que o SMSC irá agora finalizar os documentos com vista à adoção desta Diretiva.

Por sua vez, dos trabalhos realizados pelo Corporate Reporting Standing Committee, que se dedica ao reporte financeiro, à auditoria e ao *enforcement* da aplicação das IFRS pelas entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, salientam-se as cartas de comentários aos projetos de alteração de IFRS emanados pelo IASB; a emissão de um relatório sobre a comparabilidade das demonstrações financeiras das instituições financeiras na UE; a definição das prioridades de *enforcement* em relação às demonstrações financeiras do ano de 2013; e um relatório sobre as práticas contabilísticas europeias em relação aos testes de imparidade de *goodwill* e outros ativos intangíveis.

A CMVM participa também no European Enforcement Coordination Sessions (EECS), um fórum onde as autoridades competentes nacionais trocam conhecimentos e experiências sobre o *enforcement* desenvolvido em cada uma das suas jurisdições em relação a informação financeira em sede de normas IAS/IFRS. O principal objetivo deste grupo é o de promover a harmonização e a consistência da aplicação das normas mediante: i) identificação de prioridades de *enforcement* comuns às autoridades nacionais competentes; ii) análise e discussão de decisões tomadas pelos diferentes *enforcers* sobre informação financeira elaborada à luz das IAS/IFRS; iii) identificação de áreas não cobertas pelas IAS/IFRS ou cuja aplicabilidade pode conduzir a interpretações divergentes, que são comunicadas às autoridades responsáveis pela elaboração das normas e pela sua interpretação (IASB/IFRS IC).

O Investment Management Standing Committee e respetivo Operational Working Group elaboram normas técnicas de execução e de regulamentação relativas às diretivas comunitárias sobre fundos de investimento, entre outras matérias. Foram elaboradas e divulgadas respostas a questões mais frequentes relativas ao IFI, aos mecanismos de mensuração de risco, ao processo de notificação da comercialização de UCITS entre os diferentes Estados membros, aos fundos do mercado monetário e à política remuneratória dos gestores de fundos de investimento alternativos.

O Financial Innovation Standing Committee (FISC) prosseguiu a recolha e análise de informação sobre a comercialização de produtos financeiros complexos nos Estados membros da UE de modo a identificar tendências na comercialização desses instrumentos financeiros. Os desenvolvimentos ocorridos na esfera do *crowdfunding*, da titularização de créditos e direitos, da emissão de instrumentos financeiros *bail in* e *bail out* e da transformação de colateral para utilização em contrapartes centrais foram acompanhados de perto. Foram ainda concluídos os trabalhos do subgrupo que a CMVM integra responsável pela elaboração de uma proposta de boas práticas na comercialização de produtos financeiros estruturados junto de investidores não qualificados. A CMVM foi uma das sete entidades visitadas no âmbito da análise às práticas de monitorização da inovação financeira pelas autoridades

nacionais.

3.4.1.2. Participação na IOSCO

Em conformidade com a orientação estratégica definida para o quinquénio 2011-2015, a IOSCO prosseguiu a sua reestruturação interna em questões de *governance* e da capacidade de formação e de assistência técnica aos seus membros, em particular aos mercados emergentes. Foram publicados relatórios com princípios e recomendações sobre matérias relacionadas com estabilidade financeira e riscos emergentes, proteção do investidor e integridade e eficiência do mercado.

O Presidente do Conselho Diretivo da CMVM continuou a presidir ao Committee on Emerging Risks, anteriormente designado Standing Committee on Risk and Research. O trabalho deste comité incidiu na definição de metodologias para identificação, acompanhamento e avaliação de riscos emergentes e sistémicos, na identificação e/ou construção de um conjunto de indicadores úteis à monitorização do risco sistémico pelas entidades de regulação e de supervisão dos mercados de valores, na identificação de riscos de mercado, na análise do mercado de CDS e na colaboração com o FSB na recolha de informação e avaliação do designado *shadow banking*. Parte deste trabalho culminou com a publicação da primeira edição do *Risk Outlook* da IOSCO em outubro.

O Assessment Committee desenvolveu a sua atividade em três frentes: i) realização de *thematic reviews* – foi concluído o exercício relativo ao cumprimento dos princípios 6 e 7 da IOSCO, em que a CMVM foi, por sua iniciativa, uma das entidades avaliadas. Foi ainda iniciado um outro exercício destinado a avaliar como os membros da IOSCO cumprem os padrões fixados em 2012 para os intermediários que atuam nos mercados de derivados; ii) realização de *country reviews*, tendo sido iniciado o processo de avaliação da adoção dos princípios da IOSCO em diversas jurisdições (Paquistão, Jordânia e Trinidad e Tobago); e iii) através da Implementation Task Force, o Assessment Committee propôs um método de atualização regular (quinquenal) da metodologia de avaliação dos princípios da IOSCO, à luz das conclusões dos diversos relatórios que forem elaborados. O estabelecimento de uma hierarquia de conclusões, organizada de acordo com uma taxonomia previamente estabelecida, torna relativamente expedita a inclusão das conclusões mais importantes na metodologia da IOSCO.

A CMVM participou nos trabalhos do IOSCO MMoU Screening Group, que tem por missão avaliar as candidaturas das autoridades de supervisão nacionais a signatárias do *IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding* (MMoU), para decisão final pelo Comité de Presidentes. A CMVM é membro de uma das sete equipas de verificação incumbidas da avaliação técnica da conformidade da

regulamentação em vigor nas jurisdições dos candidatos à assinatura do MMoU, em matéria de cooperação internacional e de *enforcement*, e é responsável pela coordenação da avaliação de duas jurisdições.

A CMVM integra quatro dos oito comités permanentes da IOSCO: o Committee on Enforcement and Exchange of Information, o Committee on Investment Management, o Committee on Retail Investors e o já referido Committee on Emerging Risks. O Committee on Enforcement and Exchange of Information dedica-se a questões relacionadas com a troca de informação e a cooperação internacional entre autoridades de supervisão. Nele é de destacar o trabalho desenvolvido com jurisdições tidas como não-cooperantes e o mandato relativo a *credible deterrence*, em curso, que visa reforçar os poderes das autoridades e criar um efeito dissuasor de condutas ilegais de atuação no mercado financeiro.

O Committee on Retail Investors, criado no segundo semestre de 2013, reflete o compromisso da IOSCO em relação à proteção do investidor não qualificado. O mandato atribuído a este comité é o da promoção da educação e literacia financeira dos investidores não qualificados, da partilha das melhores experiências entre as entidades membro da IOSCO e do incentivo a uma maior coordenação na proteção do investidor não qualificado.

A CMVM participou ainda no grupo relativo a *Retail Structured Products* criado no âmbito da Task Force on Unregulated Markets and Products, responsável pela elaboração do relatório da IOSCO *Regulation of Retail Structured Products*, publicado em dezembro.

3.4.1.3. Participação no Comité Europeu de Risco Sistémico

O CERS foi constituído em Dezembro de 2010, e é responsável pela supervisão macroprudencial do sistema financeiro europeu. A sua atividade contribui para a prevenção e a mitigação dos riscos sistémicos e para a estabilidade financeira na União Europeia, bem como para o funcionamento regular do mercado interno, assegurando o contributo sustentável do setor financeiro para o crescimento económico. O CERS integra o Sistema Europeu de Supervisão Financeira.

O General Board do CERS (do qual o presidente do Conselho Diretivo da CMVM é membro) é o principal órgão da instituição, e debateu os temas do risco sistémico no sistema financeiro europeu e mundial, o modo de operacionalização da política macroprudencial na Europa, o tratamento regulatório da exposição dos bancos e companhias de seguros à dívida soberana, o *bail-in* e o risco sistémico no mecanismo de resolução bancária. Analisou também alguns aspetos do *shadow banking* e o projeto de revisão dos regulamentos constitutivos do CERS, e emitiu uma recomendação sobre o

financiamento de instituições de crédito.

O Comité Técnico do CERS analisou e debateu os riscos e vulnerabilidades do sistema financeiro, a adoção de instrumentos macroprudenciais, as transações de alta frequência e respetivo impacto sistémico, as interligações no mercado de CDS, questões associadas às contrapartes centrais e ao *shadow banking*, e reviu o *risk dashboard* do ESRB.

3.4.3. Colégios de Reguladores

Colégio de Reguladores da NYSE Euronext

A presidência deste Colégio de Reguladores é efetuada numa base rotativa, com mandatos de seis meses. No primeiro semestre a presidência esteve a cargo da FSMA (Bélgica) e no segundo a cargo da CMVM.

O ano de 2013 foi caracterizado pela operação de aquisição da NYSE Euronext, Inc pela IntercontinentalExchange, Inc. Conforme anunciado em 20 de dezembro de 2012, a operação incluía a aquisição da NYSE Euronext, Inc (primeira fase), a extração da contraparte central LIFFE do âmbito corporativo da Euronext NV, entidade participada da NYSE Euronext, Inc (segunda fase) e a alienação pela IntercontinentalExchange, Inc da Euronext NV que concentra os mercados regulamentados NYSE Euronext Lisbon, NYSE Euronext Amsterdam, NYSE Euronext Brussels e NYSE Euronext Paris (terceira fase). O Colégio de Reguladores verificou não só que estavam reunidas todas as condições legais para a execução da primeira fase mas também as condições para a execução das duas últimas fases. A opção por esta abordagem resultou do facto de a eventual autorização de aquisição da NYSE Euronext, Inc ter, na terceira fase, como consequência a venda da Euronext NV a outros investidores. Ou seja, contrariamente às características das anteriores operações de concentração corporativa em que a Euronext NV estivera envolvida (que se traduziram na sua aquisição para manutenção e desenvolvimento dentro do mesmo grupo económico), desta vez o elemento distintivo incluiu a aquisição para extração de uma área de negócio e subsequente alienação. Foi, pois, sobre as diversas condições que se devem verificar em cada uma das fases da operação que o Colégio de Reguladores se pronunciou e que resultou na aquisição da NYSE Euronext, Inc em 13 de novembro de 2013. Após esta data, o Colégio de Reguladores continuou a acompanhar a operação de aquisição e reestruturação da Euronext NV, conforme resultara das autorizações dadas à IntercontinentalExchange, Inc, nomeadamente da extração da contraparte central LIFFE que deverá ocorrer no primeiro semestre de 2014 e, subsequentemente, a alienação por dispersão do capital da Euronext NV.

Em complemento, o Colégio de Reguladores supervisionou a atividade corrente da Euronext NV e dos seus mercados regulamentados através da intervenção dos *working parties*. O WP3 analisa as regras harmonizadas dos mercados regulamentados da Euronext. O ano de 2013 foi caracterizado pela conclusão do processo de revisão do capítulo 6 do Regulamento I da Euronext respeitante aos termos de admissão e manutenção dos emitentes no mercado. Foram também apreciadas diversas novas regras de funcionamento de que se salienta a redução de *tick sizes* na negociação de algumas ações ou as alterações às regras sobre limites de preços, no âmbito dos mecanismos de proteção da negociação.

O WP5 monitoriza a negociação dos mercados regulamentados da NYSE Euronext. Durante o ano foi acompanhada a aplicação das regras estabelecidas aos mercados regulamentados a contado e de derivados, em especial nas seguintes vertentes: i) análise e conclusão da autoavaliação efetuada pela NYSE Euronext ao cumprimento das *Guidelines* da ESMA relativas à utilização das tecnologias na negociação e, em particular, a negociação com base em algoritmos e a de alta frequência; ii) adoção do *European Market Services*, um serviço de monitorização dos mercados a contado e de derivados, bem como dos ajustamentos inerentes ao plano de extração da LIFFE; iii) atividade desenvolvida pelo *Retail Matching Facility* que entrou em funcionamento em janeiro de 2013; e iv) atividade de *compliance* exercida pela NYSE Euronext junto dos membros do mercado nacionais, em matéria das falhas detetadas.

O WP7 tem como objetivo principal a análise ao desempenho das infraestruturas e recursos empregues pela NYSE Euronext enquanto entidade gestora dos mercados regulamentados. Foram acompanhados os projetos mais relevantes adotados no final de 2012, com destaque para a conclusão da migração dos mercados a contado e de derivados para a *Universal Trading Platform* e do consequente teste global de recuperação de desastres, efetuado em julho de 2013, que decorreu sem incidentes. Adicionalmente, foram analisadas i) as atividades internas de controlo, ii) a reorganização da área de *European Market Services* e o impacto nas soluções de continuidade de negócio adotadas; iii) os incidentes de mercado verificados e a consequente alteração de procedimentos internos com vista a prevenir a sua ocorrência no futuro; e iv) com preponderância após a aquisição da NYSE Euronext, Inc pela IntercontinentalExchange, Inc, a reorganização interna e a disponibilidade de recursos técnicos e humanos da Euronext NV necessários à manutenção dos padrões mínimos exigidos pela regulamentação aplicável e pelos termos da autorização de aquisição concedida.

Finalmente, ainda que sem existência autónoma enquanto *working party* no âmbito do Colégio de Reguladores, é de referir a atividade desenvolvida por um grupo de especialistas na análise da renegociação pela Euronext NV do serviço de interposição de contraparte central para os mercados de

derivados da NYSE Euronext Lisbon, NYSE Euronext Paris, NYSE Euronext Amsterdam e NYSE Euronext Brussels, prestado pela LCH.Clearnet, SA.

Co-ordination Committee on Clearing – LCH.Clearnet

A CMVM continuou a participar na supervisão colegial da LCH.Clearnet, SA (camara de compensação dos negócios realizados nos mercados geridos pela NYSE Euronext Lisbon) através do Co-ordination Committee on Clearing (CCC), órgão onde a supervisão daquela entidade é prosseguida conjuntamente pelas autoridades portuguesas, francesas, holandesas e belgas. Além do funcionamento daquela contraparte central, o CCC analisou o processo de adaptação às regras impostas pelo EMIR. O CCC será substituído pelo Colégio EMIR, nos termos do artigo 18.º deste Regulamento, em 2014, tendo a CMVM assinado o respetivo *Written agreement for the establishment and functioning of the college of LCH.Clearnet, SA*.

Os principais assuntos tratados no CCC durante o ano foram os seguintes: i) a alteração dos contratos com a Euronext NV, em particular o novo contrato de compensação entre a Euronext NV e a LCH.Clearnet, SA relativamente às operações executadas nas plataformas de negociação geridas por aquela sociedade gestora de mercados referentes aos derivados continentais; ii) o termo do contrato com a Bluenext, que implicou alterações ao *Rule Book* e a Instruções da LCH.Clearnet, SA; e iii) as alterações ao *Rule Book* e a Instruções da LCH.Clearnet, SA no âmbito do pedido de autorização nos termos do EMIR. Foram ainda analisados os projetos de negócios iniciados por esta contraparte central.

No âmbito do grupo Joint Regulatory Authorities (JRA) que compreende, além das entidades representadas no CCC, a Financial Conduct Authority (FCA) do Reino Unido e o Bank of England na medida em que o LCH.Clearnet Group Ltd está sediado no Reino Unido, foi analisada a evolução financeira do Grupo e as suas políticas e projetos. Uma vez que as duas contrapartes centrais pertencem ao mesmo Grupo, mas terão colégios EMIR constituídos com entidades distintas tendo em conta as plataformas de negociação a que prestam serviços, o JRA continuará a partilhar informação sobre as duas contrapartes centrais numa ótica de Grupo.

Conselho de Reguladores do MIBEL

Prosseguiram os trabalhos do CR MIBEL no acompanhamento do mercado ibérico de eletricidade a contado e a prazo, da interligação entre Portugal e Espanha, da integração do MIBEL com o centro e

o norte da Europa e da adoção de medidas que promovam a visibilidade do MIBEL. O CR MIBEL acompanhou ainda os desenvolvimentos verificados nas contrapartes centrais que atuam no MIBEL (OMIClear e BME Clearing⁴³), com vista à respetiva adaptação ao previsto no EMIR e na regulamentação conexas, e as principais iniciativas legislativas no espaço ibérico e europeu com impacto no MIBEL. O CR MIBEL manteve reuniões com os operadores de mercado, as contrapartes centrais, os operadores de sistemas elétricos ibéricos e com associações de consumidores de eletricidade e de *traders* do mercado.

O mecanismo de gestão a prazo da interligação Portugal-Espanha através da realização de leilões harmonizados a nível ibérico foi adotado. O CR MIBEL desenvolveu uma solução harmonizada para a gestão conjunta desta interligação, assente na realização de leilões de direitos financeiros de utilização da capacidade de interligação, designados de FTR – *Financial Transmission Rights*, para efeitos de cobertura do risco do diferencial de preço entre os dois países, apurado no mercado à vista de eletricidade. O OMIP foi designado como entidade responsável pela realização dos leilões e a OMIClear como contraparte central, assegurando ainda a liquidação destas operações. O primeiro leilão de interligação com base em regras harmonizadas realizou-se a 19 de dezembro de 2013, com contratos leiloados apenas do lado português uma vez que não foi possível a publicação em Espanha das regras harmonizadas de forma a realizar o leilão no espaço ibérico. Ainda neste âmbito, foram acompanhados os trabalhos dos operadores dos sistemas elétricos português (REN – Redes Energéticas Nacionais) e espanhol (REE – Red Eléctrica de España) no desenvolvimento da gestão conjunta das reservas de potência de forma a mitigar as limitações da interligação entre Portugal e Espanha.

3.4.4. Outras Colaborações Internacionais

Parceria Mediterrânica (Mediterranean Partnership)

A Parceria Mediterrânica tem como principal missão promover a convergência da regulação dos mercados de valores mobiliários de alguns Estados da orla sul do Mediterrâneo para o enquadramento regulatório da UE de modo a facilitar o investimento entre as duas regiões. É atualmente composta por cinco supervisores da margem norte do Mediterrâneo – França, Itália, Grécia, Portugal e Espanha – e por quatro da margem sul – Egito, Argélia, Tunísia e Marrocos. Em 2013 foi feito um convite de adesão ao supervisor da Turquia, adesão que foi concretizada já em 2014.

⁴³ Anterior MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados.

Em conjunto com a ESMA, foram analisados temas de especial interesse para a prossecução dos respetivos objetivos, com destaque para a organização da informação financeira de modo a facilitar as *cross listings* de instrumentos financeiros nos mercados em causa (harmonização de prospetos e impacto da nova Diretiva AIFMD) e para a educação financeira dos investidores.

Instituto Ibero-Americano de Mercados de Valores (IIMV)

O Instituto Ibero-Americano de Mercados de Valores continuou a sua atividade de formação profissional e de divulgação de práticas de supervisão. Na sua reunião anual, o IIMV tratou de temas como o governo das sociedades, o enquadramento regulatório dos produtos financeiros complexos em Portugal e o modo como os princípios da IOSCO relativos a infraestruturas de mercado são postos em prática nos mercados sul-americanos.

OECD Corporate Governance Committee

A CMVM continuou a representar Portugal no Corporate Governance Committee (CGC) da OCDE e integra, desde 2008, o respetivo Comité Executivo. O CGC concluiu a avaliação sobre Supervisão e Adoção dos Princípios de Governo das Sociedades, prosseguiu o desenvolvimento do projeto sobre *Corporate Governance, Value Creation and Growth*, colaborou com o OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices no projeto *Competitive Neutrality and State-Owned Enterprises* e prosseguiu a avaliação da Rússia e da China no âmbito da candidatura destes países à OCDE.

A participação no Comité Executivo foi intensa, essencialmente na preparação da revisão dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades e na análise, técnica e política, da candidatura russa à OCDE.

G20/OECD Task Force on Institutional Investors and Long Term Investment

Desde novembro de 2013 e por solicitação da Missão Diplomática Portuguesa junto da OCDE, a CMVM passou a integrar a G20/OECD Task Force on Institutional Investors and Long Term Investment, na qualidade de representante nacional (em coordenação com o Banco de Portugal e o Instituto de Seguros de Portugal). O principal objetivo deste grupo é o de desenvolver os G20/OECD High-Level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors, aprovados pelo G20 na cimeira de São Petersburgo em setembro 2013, tendo sido solicitada aos Ministros das Finanças dos países do G20 e aos Governadores dos respetivos Bancos Centrais a identificação, em conjunto com

a OCDE, das abordagens possíveis para a adoção desses princípios.

Grupo de Peritos em Direito das Sociedades

O Grupo de Peritos em Direito das Sociedades é um grupo consultivo da CE sobre direito das sociedades. O grupo acompanhou as iniciativas previstas no Plano de Ação da Comissão Europeia, divulgado em finais de 2012, tendentes à modernização do direito e do governo das sociedades na Europa. Nesse Plano de Ação constam diversas iniciativas no domínio do direito das sociedades para apoiar as empresas europeias e promover o seu crescimento e a sua competitividade, entre as quais uma campanha de informação sobre os Estatutos da Sociedade Europeia.

European Audit Inspection Group

A CMVM tem uma participação ativa na representação do CNSA no European Audit Inspection Group (EAIG), um grupo de cooperação internacional sobre supervisão de auditores na Europa. Os principais objetivos deste grupo são o de promover a discussão sobre temas relevantes identificados na atividade de auditoria e a harmonização e consistência de práticas nas ações de controlo de qualidade entre os reguladores europeus de auditoria. Durante o ano foram iniciados vários projetos, entre os quais a constituição de uma base de dados com situações detetadas nas ações de controlo de qualidade (que contará com os contributos de 27 supervisores europeus de auditoria, incluindo o CNSA) e o desenvolvimento de uma metodologia europeia comum a adotar nos controlos de qualidade aos auditores.

Correspondendo o diálogo regular com os *standard setters* a uma das suas principais atividades, a CMVM colaborou nos trabalhos para a subscrição pelo CNSA das cartas de comentários do EAIG sobre um conjunto de projetos de normas colocados em consulta pública, de que são exemplo os projetos de normas submetidos a consulta pública pelo IESBA *suspected illegal acts* e pelo IAASB de alteração à *ISA 720 – Other information accompanying the audited statements*, o *IAASB Audit Quality Framework* e às normas internacionais de auditoria que regulam o reporte *ISAs on Audit*.

Cooperação com Entidades Congéneres

Ao abrigo de acordos de cooperação entre a CMVM e as suas congéneres foram efetuados 46 pedidos de assistência internacional (63 em 2012) e recebidos 11 pedidos de assistência (14 em 2012).

3.5. DESENVOLVIMENTOS PRÓXIMOS

Perante os desafios colocados pela crise financeira, a CMVM tem vindo a colaborar intensamente no esforço de adaptação feito pelas entidades de supervisão do sistema financeiro internacional, por via legislativa e organizacional, no sentido de se tornar mais abrangente a área de intervenção e de reforçar a capacidade e a eficácia interventiva dos supervisores. A CMVM tem participado empenhadamente na produção legislativa, procedendo à sua transposição para o quadro nacional. Tem também procedido aos ajustamentos orgânicos adequados, ao reforço da sua capacidade e da sua qualidade técnica e definido as linhas de orientação focadas na garantia de uma intervenção eficaz. O reforço dos seus quadros técnicos, a modernização dos processos, a agilização das respostas e o reforço da cooperação com as entidades nacionais e internacionais constituem componentes relevantes da transformação ainda em curso.

A atividade da CMVM irá prosseguir nesta via ao longo de 2014, concentrando-se ainda mais na componente da supervisão direta, explorando o raio de ação proporcionado quer pelo reforço e pelo alargamento legal dos seus poderes de supervisão, quer pelo novo enquadramento legal conferido pela entrada em vigor em 2014 do seu novo Estatuto. A proteção do investidor continuará no primeiro plano das prioridades, com a melhoria da sua informação e da sua formação, a par de uma importante reestruturação do processo de tratamento das reclamações e da resolução extrajudicial de conflitos entre investidores e entidades financeiras. Será prosseguido o esforço de modernização e simplificação de processos e procedimentos para, sem prejuízo da segurança e da qualidade dos serviços, encurtar os tempos de resposta e aliviar os requisitos de natureza burocrática.

Continuarão a ser áreas de eleição da CMVM o combate ao abuso de mercado, a garantia de uma política sancionatória eficaz, a colaboração com os Tribunais, com o Ministério Público e com os demais reguladores do sistema financeiro.

A CMVM manterá a sua postura de intervenção forte nas organizações internacionais em que está integrada, com destaque para as instituições do Sistema Europeu de Supervisão Financeira (European Securities and Markets Authority (ESMA) e European Systemic Risk Board (ESRB)) e na International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Paralelamente, a CMVM deverá iniciar em 2014 procedimentos internos de diagnóstico e autoavaliação, nos moldes e usando as metodologias do que é regularmente conduzido pelo Fundo Monetário Internacional sobre os sistemas nacionais de regulação e supervisão financeiras (Financial Sector Assessment Program).

A elaboração e o financiamento do plano de ação para 2014 tiveram também em devida conta a necessária participação da CMVM no esforço de reequilíbrio das finanças públicas. Esse plano de

atividade para 2014 será desenvolvido no quadro das linhas de ação já estabelecidas no Programa de Ação de médio prazo e é especialmente focado em sete ações prioritárias:

I. Reforçar a supervisão dos mercados e seus agentes

Pretende-se em 2014 continuar o esforço no sentido do cumprimento de um plano exigente de supervisões presenciais elaborado com base num modelo de risco construído em função das especificidades do mercado português.

No que respeita à supervisão de organismos de investimento coletivo e de intermediários financeiros, far-se-á um esforço de modernização dos meios afetos, com maior recurso a instrumentos analíticos de base informática.

Promover-se-á ainda o reforço da supervisão ao nível da informação prestada pelas entidades emittentes, adotando um plano de análise do cumprimento das IFRS baseado também ele em modelos de risco.

II. Reestruturar o processo de tratamento das reclamações dos Investidores

A CMVM irá proceder a uma reestruturação dos procedimentos de análise de reclamações, pedidos de informação e denúncias dos investidores, garantindo maior adequação e eficiência no seu tratamento e a adaptação dos procedimentos atuais aos novos instrumentos contemplados na Lei-Quadro das Entidades Reguladoras (LQER). Neste âmbito, serão tomadas medidas, incluindo organizativas, tendentes ao reforço da gestão das reclamações e queixas dos investidores referentes ao funcionamento do mercado e dos seus agentes e dinamizar-se-á a mediação voluntária de conflitos, procurando obter soluções de acordo entre as partes, através das vias legalmente disponíveis.

Do mesmo modo, serão criadas condições para assegurar uma análise mais aprofundada das questões suscitadas pelos processos de reclamação e a sua maior articulação com o processo de supervisão, estando em curso a criação de um núcleo de análise específico na área de supervisão para tratamento de todos os processos que careçam de uma análise mais aprofundada e/ou da realização de diligências adicionais junto de intermediário financeiro.

Será também reforçada a componente de auditoria interna respeitante à investigação de eventuais reclamações contra a CMVM.

III. Melhorar a informação e a formação dos Investidores

A CMVM irá empenhar-se num conjunto alargado de ações visando melhorar a disponibilização da informação relevante para as tomadas de decisão dos investidores e contribuir para a melhoria da sua formação financeira.

No domínio da formação dos investidores, a CMVM colaborará com os restantes reguladores financeiros no Plano Nacional de Formação Financeira, integrará os vários grupos criados neste âmbito e participará na formação de professores, no âmbito do Referencial de Educação Financeira, em articulação com o Ministério da Educação, com o Banco de Portugal e o Instituto de Seguros de Portugal.

No domínio da informação dos investidores, entrará em produção o novo Site da CMVM, será concluído o desenvolvimento do Portal do Investidor, proceder-se-á à renovação do boletim da CMVM e serão produzidos, em tempo útil, estatísticas, estudos e relatórios periódicos. Por outro lado, a CMVM continuará empenhada na promoção da melhoria da qualidade da informação disponibilizada pelas entidades emitentes de instrumentos financeiros e no estímulo à adoção das melhores práticas, nomeadamente, as relativas ao governo das sociedades.

IV. Reforçar os instrumentos de análise e de tratamento da informação, executar o PESI.

Prosseguindo o reforço da capacidade, da qualidade e da eficiência da análise da informação, serão dados em 2014 novos passos no sentido da execução do Plano Estratégico dos Sistemas de Informação (PESI).

Será conferida prioridade aos projetos relacionados com os instrumentos de suporte às áreas de supervisão, desenvolvidos módulos para análise de informação sobre uma ferramenta de *Business Intelligence* e efetuados os desenvolvimentos aplicacionais para aprofundamento da análise de operações de *High Frequency Trading* e do sistema de análise/alertas com base em ordens de transações. No âmbito da cooperação com a ESMA e tendo em vista a disponibilização de aplicações que permitam cumprir os requisitos legais impostos por diretivas comunitárias, serão realizados desenvolvimentos referentes ao reporte de informação sobre AIFMD e à extensão do projeto de registos.

No âmbito da disponibilização de equipamentos e de sistemas de comunicações em conformidade com o acréscimo de exigências do conjunto da atividade, serão geridas a reestruturação e a modernização

do sistema de comunicações, dos equipamentos de suporte e do sistema de *backups* e asseguradas a alta disponibilidade dos sistemas aplicativos e não aplicativos, a alta disponibilidade das infraestruturas de comunicações e rede interna e a gestão e a manutenção evolutiva da *Intranet* e da componente SDI do *website* da CMVM.

V. Qualificação dos recursos. Maior agilidade e eficiência nos procedimentos de gestão interna e nos procedimentos administrativos

A CMVM continuará apostada no reforço da qualificação dos seus recursos humanos, conferindo destaque à elaboração e dinamização de um plano de formação essencialmente interna, versando, designadamente, a transmissão e partilha de conhecimentos relacionados com práticas e experiências dos colaboradores na área da supervisão, em particular da supervisão presencial. Serão também definidas outras ações de formação, de natureza transversal ou específica, em função dos objetivos definidos pelo Conselho Diretivo para as Unidades Orgânicas. Simultaneamente, proceder-se-á à adequação dos recursos humanos às novas áreas de competência da CMVM e às prioridades definidas, incluindo o reforço desses recursos sempre que tal se revele indispensável.

Irão ser tomadas medidas no sentido de adequar, agilizar e aumentar a eficiência dos procedimentos internos, através da atualização dos manuais de procedimentos, da definição de prazos exigentes de execução e do controlo do seu cumprimento, da adoção de uma ferramenta única de gestão documental e da realização de auditorias internas.

A nível financeiro, prosseguirá a gestão cuidadosa e parcimoniosa dos recursos disponíveis, rentabilizando o produto das receitas, minimizando os custos de funcionamento e assegurando uma gestão cada vez mais pró-ativa e eficiente da contratação pública. Por sua vez, a revisão de manuais de procedimento e a adoção de soluções automatizadas irão permitir uma maior celeridade dos processos e um nível mais elevado de controlo interno.

Para colocar a gestão financeira e de recursos humanos da CMVM em conformidade com as condições resultantes da LQER, do novo Estatuto da CMVM e do Orçamento do Estado para 2014, será efetuada uma adaptação tanto do sistema contabilístico como das suas aplicações e plataformas informáticas de suporte, registo e controlo da informação de gestão financeira e patrimonial. Neste âmbito e no domínio da apresentação de contas, proceder-se-á à transição do Plano Oficial de Contabilidade para o Sistema de Normalização Contabilística e à correspondente adaptação no sistema de informação existente na plataforma SAP.

A CMVM continuará a assegurar a disponibilização de informação de gestão fiável e atempada, tanto para cumprimento de obrigações externas como para utilização interna.

VI. Reforçar o Controlo Interno e preparar o exercício de diagnóstico e avaliação

Os serviços de auditoria interna reforçarão a sua ação, empenhados em que o conjunto da instituição siga as melhores práticas, norteadas pelo rigor, pela eficiência e pelo cumprimento da lei e das regras instituídas. Este nível de exigência traduzir-se-á na realização, em tempo útil, de investigações a eventuais reclamações contra a CMVM e na concretização de auditorias internas para verificar o cumprimento normativo e acompanhar a adoção das recomendações anteriormente emitidas, estando previstas ações abrangendo a generalidade dos serviços. Entre as ações programadas, destacam-se as que irão envolver as atividades de supervisão prudencial e presencial da CMVM.

Por outro lado, proceder-se-á à programação e calendarização de um exercício de diagnóstico e autoavaliação, nos moldes e usando as metodologias utilizadas pelo Fundo Monetário Internacional na avaliação dos sistemas nacionais de regulação e supervisão financeiras (Financial Sector Assessment Program), serão definidos os responsáveis na instituição e em cada área pelo acompanhamento deste projeto e preparadas as correspondentes informação e documentação de suporte.

VII. Revisão do ordenamento jurídico

Em 2014 a CMVM pretende apresentar propostas de revisão do quadro legal em domínios prioritários como sejam o Regulamento dos Auditores, a transposição da Diretiva da Transparência, a revisão de alguns aspetos pontuais do regime das OPA (em particular os relacionados com o regime de aquisição e alienação potestativas e de perda da qualidade de sociedade aberta) e o aperfeiçoamento da articulação entre o Código das Sociedades Comerciais e o Código dos Valores Mobiliários.



4. ANEXOS:

ANEXO 1 - Principal Legislação Relativa ao Mercado de Valores Mobiliários Publicada em 2013

Regulamentos da CMVM

Regulamento da CMVM n.º 1/2013 - Fundos do Mercado Monetário e Ajustamento ao Plano de Contabilidade dos Organismos de Investimento Coletivo (Altera os Regulamentos da CMVM n.ºs 15/2003 e 16/2003) - Diário da República - II Série - 20/02/2013.

Regulamento da CMVM n.º 2/2013 - Sistema de Indemnização aos Investidores (Altera o Regulamento da CMVM n.º 2/2000) - Diário da República - II Série - 30/04/2013.

Regulamento da CMVM n.º 3/2013 - Exercício de atividades de intermediação financeira (Altera o Regulamento da CMVM n.º 2/2007) - Diário da República - II Série - 20/06/2013.

Regulamento da CMVM n.º 4/2013 - Governo das Sociedades (Revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2010) - Diário da República - II Série - 01/08/2013.

Regulamento da CMVM n.º 5/2013 - Organismos de Investimento Coletivo e Comercialização de Fundos de Pensões Abertos de Adesão Individual (Revoga os Regulamentos da CMVM n.º 15/2003 e n.º 8/2007) - Diário da República - II Série - 09/09/2013.

Regulamento da CMVM n.º 6/2013 - Contabilidade dos Organismos de Investimento Coletivo (Altera o Regulamento da CMVM n.º 16/2003) - Diário da República - II Série - 17/10/2013.

Instruções da CMVM

Instrução da CMVM n.º 1/2013 - Preçários para Investidores Não Qualificados (Revoga a Instrução da CMVM n.º 9/2011).

Instrução da CMVM n.º 2/2013 - Carteira e Atividade de Fundos e Sociedades de Capital de Risco.



Instrução da CMVM n.º 03/2013 - Informação a prestar pelas Entidades Emitentes, Gestoras e Comercializadoras no âmbito da comercialização de Produtos Financeiros Complexos.

Instrução da CMVM n.º 4/2013 - Carteira de Organismos de Investimento Coletivo.

Circulares da CMVM

Circular de 24 de janeiro de 2014 - Circular sobre Contas Anuais.

Recomendações da CMVM

Julho 2013 – Código da CMVM sobre o Governo das Sociedades (2013).



ANEXO 2 - Publicações

Publicações Periódicas

- ✓ Relatório Anual da CMVM de 2012, em português, na versão eletrónica e em livro, com uma tiragem de 200 exemplares.
- ✓ Balanço e Contas Anuais de Gerência da CMVM de 2012, em formato eletrónico.
- ✓ Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.ºs 42, 43, 44 e 45 em formato eletrónico.
- ✓ Boletim da CMVM, n.ºs 226 a 247, em versão eletrónica.
- ✓ Relatório Anual de Supervisão da Atividade de Análise Financeira, em versão eletrónica.
- ✓ Relatório Anual sobre Capital de Risco, em versão eletrónica.

Publicações Não Periódicas

- ✓ Estudo da CMVM *Risk Outlook*, em versão eletrónica.
- ✓ Working Paper “*Modelling and forecasting liquidity using Principal Component Analysis and Dynamic Factor Models - An illiquidity composite indicator proposal*”
- ✓ Working Paper “*The Market of Structured Retail Products - Evidence for Portugal*”
- ✓ Working Paper “*Do Stress Tests Matter? - An Event Study on the Impact of the Disclosure of Stress Tests Results on European Financial Stocks*”

