



**ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA**  
**UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL**

Ref.<sup>a</sup> 18/COF/2007  
Data: 7.5.2007

**NOTA TÉCNICA**

**COMISSÃO DE ORÇAMENTO E FINANÇAS:**  
**AUDIÇÃO DA COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**  
**(14 de Março de 2007)**

Esta Nota Técnica foi elaborada com base na informação disponível até ao dia 30 de Abril de 2007. A informação de base é a Audição do Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários na Comissão de Orçamento e Finanças a 14 de Março tal como constante da transcrição efectuada pela Divisão de Redacção e Apoio Audiovisual da Assembleia da República.

## Índice

<b>I – ORIENTAÇÃO DA COF</b> .....	<b>1</b>
<b>II – METODOLOGIA</b> .....	<b>1</b>
<b>III – ESTRUTURA</b> .....	<b>1</b>
<b>IV – AUDIÇÃO DA COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS</b> .....	<b>2</b>
<b>1- INTRODUÇÃO</b> .....	<b>2</b>
<b>2- SÍNTESE DAS PRINCIPAIS QUESTÕES TÉCNICAS</b> .....	<b>2</b>
<b>3- ALTERAÇÕES LEGISLATIVAS SUGERIDAS PELO PRESIDENTE DA CMVM</b> .....	<b>6</b>
<b>ANEXO– TRANSCRIÇÃO INTEGRAL EM ACTA PELA DIVISÃO DE REDACÇÃO E APOIO AUDIOVISUAL DA ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA DA AUDIÇÃO DO PRESIDENTE DA CMVM</b> .....	<b>7</b>

UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

## I - Orientação da COF

1 Nos termos da orientação da Comissão de Orçamento e Finanças (COF) expressa no mandato constante do ponto “**8. Audições das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro**”, do Plano de Trabalhos da UTAO (1º semestre de 2007), consignado no Plano Global de Actividades da UTAO, aprovado na reunião da COF de 14.03.2007, cumpre à UTAO elaborar até 30 de Abril de 2007:

“Notas Técnicas de resumo das principais questões debatidas, nestas audições que decorrem durante o mês de Março, com enfoque em matérias sobre as quais se afigure adequado proceder a alterações legislativas, até 30 de Abril as duas primeiras, e até 30 de Maio, as duas últimas.”

## II - Metodologia

1 Na execução do mandato, a UTAO procurou articular a necessidade de síntese, que deflui da natureza de um resumo das principais questões debatidas e do enfoque em matérias na perspectiva de alterações legislativas, com o respeito pela integridade da audição e da intervenção do Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Esta intervenção foi suportada por uma projecção *Power Point*, que se encontra disponível no sítio <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4BDF3996-63B2-4F47-A762-D1AA53FB8C85/7543/Apresentacao28112007.pdf>, e consta da transcrição efectuada pela Divisão de Redacção e Apoio Audiovisual da Assembleia da República, o que garante acesso a fonte autêntica, incluindo quanto ao sentido e extensão da intervenção efectuada no curso da audição. Neste pressuposto, a UTAO optou por centrar a Nota Técnica na selecção dos pontos que dão resposta ao mandato, sujeitando os mesmos a um tratamento norteado por objectivos de rigor e concisão.

## III - Estrutura

1 A Nota Técnica centra-se inicialmente nas questões técnicas que a UTAO considera como as principais na perspectiva do mandato. Prosseguindo com o elenco das alterações legislativas sugeridas pelo Presidente da CMVM.

2 Para facilitar o acesso ao teor da audição do Presidente da CMVM, junta-se em anexo a Transcrição integral em Acta pela Divisão de Redacção e Apoio Audiovisual da Assembleia da República.

## IV - Audição da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

### 1- Introdução

1 O Presidente da COF inseriu a Audição do Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) no programa de audição anual das entidades reguladoras do sistema financeiro, iniciado pela COF em 2006.

2 O Presidente da COF justificou também a audição com a dinâmica resultante da alteração do enquadramento regulamentar do mercado de capitais, a qual, segundo considerou, introduz um conjunto de desafios significativos, quer para os operadores do mercado, quer para as entidades reguladoras, bem como para a própria Assembleia da República. Esta dinâmica tem um enquadramento comunitário que resulta da criação do mercado único de serviços financeiros<sup>1</sup>, mas os parlamentos nacionais têm também um papel insubstituível a desempenhar na mesma.

### 2- Síntese das principais questões técnicas

3 Efectua-se em seguida um resumo das posições e informações apresentadas pelo Presidente da CMVM, organizado em torno das questões técnicas que a UTAO tem como as principais.

#### 2.1 Evolução recente do mercado de capitais português

4 Actividade. A análise da evolução recente dos mercados de capitais centrou-se no comportamento do segmento accionista, e em particular nas transacções que têm lugar no mercado regulamentado *Euronext Lisbon*. No ano de 2006, com continuidade nos dois primeiros meses de 2007, a valorização e o volume de transacções naquele mercado cresceram bastante acima da média europeia. Este comportamento resultou num aumento do peso da capitalização bolsista no PIB, que tem vindo a recuperar gradualmente desde 2002. Em 2006, registou-se uma recuperação significativa, voltando a ser ultrapassado o limiar dos 50% do PIB. Este rácio é, no entanto, ainda relativamente reduzido em termos internacionais. Na UE, a média está próximo dos 90%. A evolução em 2006 e 2007 beneficiou de algumas operações de introdução em bolsa, designadamente em resultado de operações de privatização.

5 Alteração nas infraestruturas internacionais de negociação com impacto no mercado português. Destaca-se a associação entre a *Euronext* e a *New York Stock Exchange*, que se traduz na aquisição, por uma entidade norte-americana, da bolsa europeia *Euronext NV – holding* da *Euronext Lisbon*. Esta associação traduziu-se numa oferta pública sobre a *Euronext NV* que terminou no dia 21 de Março. Foi sujeita a uma autorização prévia pelo colégio de reguladores, no qual a CMVM está integrada e, nalguns mercados europeus, como o português e o holandês, foi mesmo sujeita a autorizações pelos ministros das finanças e, no caso do mercado norte-americano, pela

---

<sup>1</sup> Veja-se a este propósito a Caixa – “Mercado de Serviços Financeiros: Regulação e Concorrência” na Nota Técnica da UTAO “Comissão de Orçamento e Finanças: Audição da Autoridade da Concorrência (7 de Março de 2007)”

*SEC-Securities and Exchange Commission* (a entidade reguladora do respectivo mercado de capitais). Foi uma operação muito acompanhada pelos reguladores europeus, traduzindo-se mesmo na assinatura de um memorando de entendimento entre o colégio de reguladores do *Euronext* e a SEC, de forma a articular a supervisão das duas entidades que manterão a sua autonomia de funcionamento. Esse memorando procura também prevenir que não haja contaminação regulatória entre os mercados norte-americano e europeu, ou seja, que não haja extensão ou transmissão de iniciativas regulatórias americanas ao mercado europeu nem vice-versa.

**6** Eventos nacionais significativos. Destacaram-se a realização de 12 OPA nos últimos doze meses. Nestes momentos de grande actividade no mercado de capitais, a CMVM intervém nomeadamente na supervisão diária da informação prestada por oferentes e sociedades visadas, acautelando o cumprimento dos deveres previstos no Código do Mercado de Valores Mobiliários e nos Regulamentos e facilitando o acesso dos investidores a toda a informação relativa às ofertas, através da criação no seu *site* de uma área específica que congrega documentos já divulgados, ordenados por tipo e por ordem cronológica. Do ponto de vista regulamentar, embora a transposição da directiva das OPA para o ordenamento jurídico português esteja já concluída, as OPA referidas ainda ocorreram no quadro da lei antiga.

**7** Financiamento através do mercado de capitais. Portugal tem, neste domínio, uma situação caracterizada pelo Presidente da CMVM como anormal. O número de empresas cotadas tem vindo sistematicamente a diminuir, o que contrasta com a situação europeia. Com efeito, os anos de 2005 e 2006 foram caracterizados, em toda a Europa, para além do crescimento das transacções e das cotações, por um número significativo de introduções em bolsa, os designados IPO (ofertas iniciais em bolsa). Não obstante, Portugal acompanhou a tendência em termos de cotações e transacções, em grande parte por efeito das OPA em curso envolvendo empresas com grande peso no mercado português. Na Audição, não foram aprofundadas as justificações para a situação de reduzido recurso ao mercado de capitais, muito embora tenha sido sugerida a introdução incentivos fiscais como forma de atenuar este problema (ver ponto 3.). Ainda neste domínio, foi referido que a CMVM tem como objectivo a minimização dos custos de permanência no mercado, nomeadamente através da redução das taxas de supervisão sobre os emitentes e de alguma “pedagogia” junto da *Interbolsa* e da *Euronext Lisbon*.

## 2.2 Reformas legislativas, concluídas e em curso: transposição de directivas e suas principais implicações

**8** Alterações resultantes da transposição de directivas comunitárias. Através da transposição das directivas dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) e da Transparência e Auditoria está em curso uma profunda alteração da estrutura regulamentar do mercado de capitais em Portugal e em muitos outros países da UE. As modificações mais significativas decorrem da DMIF.

**9** Principais alterações provenientes da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros:

- Negociação. O actual modelo de concentração desaparece (hoje, uma acção está cotada num mercado, seja regulamentado ou não, e transacciona-se nesse

mercado). No novo modelo introduzido pela DMIF, o investidor dá a ordem ao intermediário financeiro, podendo este realizar a transacção através de uma de três alternativas possíveis: a) num mercado regulamentado, onde o título esteja admitido à cotação; b) num denominado sistema de negociação multilateral (que são plataformas de negociação próximas dos mercados não regulamentados, mas onde o título não tem de estar admitido à negociação); e, c) a chamada internalização sistemática, ou seja, fazendo o encontro das compras e vendas contra a própria carteira do intermediário. Esta última forma de negociação depende em certas condições da liquidez dos títulos e da dimensão dos próprios intermediários. O facto de haver uma multiplicidade de possibilidades de transacção obriga, para reforço da transparência das transacções, a um sistema de informação e de requisitos de transparência pré-negociação e pós-negociação para os mercados completamente diferente do actual. Tal envolve, de facto, um sistema de informação aos mercados, antes e depois da negociação, muito mais exigente do que o que existe hoje.

➤ Reporte. Passam a ser exigidos deveres de reporte de transacção mais extensos por parte dos intermediários e das entidades de supervisão. Os intermediários financeiros têm de assegurar ao cliente o que foi designado por a “melhor execução possível”. Ao escolher qualquer das alternativas de negociação referidas, o intermediário tem de garantir que, no final, assegurou ao cliente a melhor execução possível, e tem de o demonstrar. Acresce que, os seus clientes têm que ser classificados em uma de três categorias. A saber: a) os investidores não qualificados (aqueles que precisam de mais protecção e, portanto, têm um regime de normas de conduta mais exigente); b) os investidores qualificados (que têm normas de conduta menos exigentes); e c) os chamados contrapartes elegíveis, que são os clientes que necessitam de menos protecção e em que as normas de conduta não são exigidas. A elaboração desta classificação é obrigatória, e o cliente tem que saber a categoria que lhe foi atribuída.

➤ Harmonização. Os mercados regulamentados na UE passam a ter a sua regulamentação harmonizada. Até agora, os mercados regulamentados podiam ter uma regulação de acordo com a vontade de cada Estado membro. Assim, resulta numa integração dos mercados mais profunda do que a anterior. A DMIF poderá ter uma implicação semelhante àquela que teve a directiva de liberalização dos movimentos de capitais no segmento bancário no início dos anos 90. E por isso, como há uma harmonização total, exige-se uma troca de informações completa entre entidades de supervisão relativamente às transacções que são feitas pelos intermediários financeiros nos mercados de cada um.

➤ Protecção dos investidores. Os pequenos investidores, os investidores não profissionais, estarão mais protegidos com a DMIF do que com o regime a alterar. A directiva e a competente legislação nacional de transposição discriminam com mais detalhe os itens que o intermediário financeiro tem de conhecer sobre o cliente e qual o tipo de produtos que pode vender-lhe, de acordo com o perfil respectivo. Existe pois um maior grau de protecção dos clientes do que hoje acontece. O Presidente da CMVM destacou também a clareza da supervisão comportamental que passará a existir com a DMIF,

comparando-a com a falta de clareza no actual regime legal sobre a responsabilidade de supervisão em determinados produtos.

**10** Principais alterações provenientes da Directiva da Transparência:

- *Publicação de contas.* Termina a obrigatoriedade da publicação de contas trimestrais por pequenas empresas que podem passar a publicar apenas contas semestrais.
- *Participações qualificadas.* Altera-se o limiar de comunicação de participações qualificadas, que passa dos actuais 2% para 5%, mantendo-se, todavia, nos 2% nas sociedades que imponham limites quantitativos ao exercício dos direitos de voto.

**11** Principais alterações provenientes da Directiva da Auditoria:

- Sujeição da actividade dos auditores à supervisão de uma entidade pública independente.

**12** Transposição da Directiva das OPA e prazo de apreciação das OPA. No que respeita ao prazo de apreciação das OPA, a transposição da directiva das OPA tinha a possibilidade de escolha entre duas soluções possíveis: (i) a limitação absoluta do prazo no caso de OPA; e (ii) nos casos em que a análise da concorrência necessitasse de investigação aprofundada, a OPA cairia automaticamente - o oferente iria, na prática, obter autorização, voltando a lançar a OPA posteriormente. Este último regime existe, por exemplo, em França e na Alemanha. Esta segunda via teria a vantagem de libertar totalmente a sociedade visada de qualquer restrição, mas teria também o inconveniente de, entre as duas OPA, a sociedade visada poder transformar completamente a empresa. A solução adoptada foi a primeira, ou seja, a limitação do prazo, prevendo-se, na transposição adoptada, que não possa exceder os 90 dias úteis, mais 10 dias por interrupções, ou seja, 100 dias. O Presidente da CMVM considerou que este não é um prazo curto, que é um prazo normal em termos internacionais e aceitável para operações que habitualmente têm uma importância e dimensão significativas.

**13** Outras directivas em curso de transposição (ao longo de 2007):

- Directiva sobre os direitos dos accionistas.
- Directiva sobre contas anuais e contas consolidadas.

**14** Prazos de transposição das directivas. Na área financeira, os prazos de transposição têm sido cumpridos, com excepção da DMIF. Segundo informou o Presidente da CMVM, a data de transposição deveria ter sido a 31 de Janeiro passado, face a uma data de entrada em vigor a 1 de Novembro de 2007. A DMIF é uma directiva complexa, registando atrasos na transposição também em alguns outros Estados-membros.

**15** Impacto do novo quadro regulamentar na actividade da CMVM. O regime que decorre da DMIF vai exigir a supervisão de um maior número de deveres, num número maior de locais de transacção e com maior troca de informações.

### 3- Alterações legislativas sugeridas pelo Presidente da AdC

**16** As alterações legislativas sugeridas pelo Presidente da CMVM respeitam à introdução de benefícios fiscais para as empresas que recorram ao financiamento através do mercado de capitais. Neste âmbito foram concretizadas as seguintes sugestões:

- Tributação em IRC. Redução transitória de IRC para as empresas que recorram ao mercado de capitais;
- Rendimentos de acções das PME. Tratamento transitório dos rendimentos referidos, sendo proposto um regime análogo ao adoptado há alguns anos para as acções adquiridas em operações de reprivatização, concedendo alguns benefícios fiscais transitórios para aqueles investidores que comprassem acções das PME;
- Juro nocional. Imputação nas contas das empresas do chamado “juro nocional”. Nestes termos, as empresas poderiam calcular, sobre os capitais próprios, o que seria o juro que pagariam caso se tratassem de capitais alheios (i.e., se fosse dívida), e deduzi-lo fiscalmente. O Presidente da CMVM considerou que, para minimizar o impacto negativo sobre a receita fiscal do Estado, esta abordagem deveria ser adoptada em termos marginais e apenas incidindo sobre os novos capitais próprios adquiridos ou “levantados” do mercado. Esta abordagem seria semelhante à que existe em outros países da UE, designadamente a Bélgica.

UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

# **ANEXO**

**Transcrição integral em Acta**

**pela**

**Divisão de Redacção e Apoio Audiovisual da Assembleia da República**

**da**

**Audição do Presidente da Comissão do Mercado de Valores**

**Mobiliários (CMVM)**

**(Dr. Carlos Tavares)**

**na Comissão de Orçamento e Finanças da Assembleia da República**

**em 14 de Março de 2007**