

# I. MERCADOS INSTRUMENTOS E INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

## 1. MERCADOS E INSTRUMENTOS FINANCEIROS

### 1.1. Mercados Monetários e Cambiais

#### 1.1.1. Bilhetes do Tesouro (BT)

Os BT são títulos de dívida pública de curto prazo, servindo, assim como instrumento de financiamento do Estado. São colocados no mercado primário pelo Banco de Portugal em regime de leilão para 3 prazos: 91, 182 e 364 dias.

Aos leilões de BT apenas tem acesso as instituições financeiras devidamente autorizadas pelo BP e as sociedades mediadoras que apenas actuam como *brokers* das primeiras. As empresas e os particulares não podem adquirir BT no mercado primário.

Os BT's são reembolsados ao valor nominal (VN) e subscritos a um valor inferior (preço de aquisição- PA), o qual corresponde à diferença entre o valor nominal e os juros de aplicação.

$$PA = \frac{VN}{1 + J \times \frac{N}{360}}$$

As instituições financeiras que tem acesso ao mercado primário de BT podem colocá-los no junto das empresas e particulares, via mercado secundário, através da emissão de certificados nominativos. Estas operações podem ser a título definitivo – até à data de vencimento do

BT ou com acordo de recompra para uma data inferior à do seu vencimento.

Esta realidade dos BT pode ser encontrada não só na generalidade dos países aderentes ao EURO como também na maioria das economias desenvolvidas e com regras de funcionamento que nas suas grandes linhas são similares às anteriormente referidas.

### **1.1.2. Mercado Monetário Interbancário**

**Mercado Monetário Interbancário(MMI)** é um mercado através do qual, as instituições financeiras realizam as operações necessárias ao equilíbrio das respectivas tesourarias, através de financiamentos e aplicações entre as mesmas, nas diversas moedas.

No MMI transaccionam-se fundos entre o **prazo mínimo de 1 dia até um prazo máximo de 1 ano**, podendo cada operação ter:

- data-valor do próprio dia;
- data-valor do dia útil seguinte;
- data-valor do segundo dia útil seguinte

**Data-Valor** - corresponde ao dia em que a operação é concretizada através da transferência de fundos entre a instituição que cede os fundos (aplica fundos) e a que toma os fundos (financia-se).

As operação mais frequentes têm designações específicas. Assim, por exemplo:

- uma operação negociada hoje com data-valor do próprio dia e vencimento no dia útil seguinte designa-se por overnight.

- Uma operação negociada hoje com data-valor do dia útil seguinte e vencimento no dia útil imediatamente a seguir é designada por tomorrow next – tom-next.
- Uma operação negociada hoje com data-valor do segundo dia útil seguinte e vencimento no dia útil imediatamente a seguir é designada por spot next – tom-next.
- O que será um Spot-Week?
- O que será um Tom-Week?

Na data de vencimento o tomador dos fundos – ou seja a instituição que se está a financiar - paga o capital acrescido dos juros da operação, não existindo a possibilidade de prorrogação ou liquidação antecipada da mesma.

A taxa de juro é livremente acordada entre as partes. Para o euro, os juros são calculados de acordo com a **base Act/360 dias**.

Então os juros serão:

$$J = \text{Capital inicial} \times \left( \text{txj} \times \frac{\text{n}^\circ \text{ dias}}{360} \right)$$

### **A. Razões que justificam a realização de operações no MMI**

As operações que se realizam no MMI (tomada e cedência de fundos – financiamento e aplicações) resultam de 3 factores:

#### ***a) Regulação de liquidez***

Os bancos estão constantemente a realizar operações:

- na área comercial (aceitação de depósitos, concessão de financiamentos)
- na área financeira (comprar e vender títulos: acções obrigações etc...)

Estas operações podem gerar excedentes/défices de tesouraria. O Banco irá ao mercado monetário realizar operações com o objectivo de reequilibrar a sua tesouraria.

### ***b) Estratégia Comercial e Financeira***

A estratégia de captação de fundos de um banco pode assumir 2 formas:

- Existem bancos que tem uma rede de balcões relativamente grande. Optam por canalizar uma parte dos recursos que captam nos balcões para o MMI - são instituições que mais frequentemente são vendedoras de fundos no MMI (aplicadores).
- Outros bancos optam por criar uma rede de balcões muito reduzida. Nesta situação uma parte significativa dos recursos captados por estas instituições vem do MMI – são por natureza bancos tomadores de fundos no MMI.

### ***c) Especulação sobre taxas de juro***

Uma operação de especulação consiste na contratação de um financiamento e na realização simultânea de uma aplicação no mesmo montante, mas com prazos diferentes, sendo a operação de prazo mais curto renovada uma ou mais vezes até se perfazer o prazo da

operação mais longa, com o objectivo de tirar partido de uma determinada expectativa de evolução das taxas de juro.

**Exemplo:**

Vamos admitir que as taxas de juro no MMI relativas ao EUR são as seguintes:

- Taxa a 6 meses            3.20%
- Taxa a 12 meses         3.00%

Uma determinada instituição considera que nos próximos meses as taxas não deverão registar alterações significativas. Como é que esta instituição poderá tirar partido dessa expectativa?

- Tomar fundos (financiar-se) pelo prazo de 1 ano à taxa de 3.00%.
- Aplicar fundos pelo prazo de 6 meses à taxa de 3.20%.
- Daqui a 6 meses o Banco terá que voltar a aplicar fundos por + 6 meses à taxa que, então, estiver no mercado.

Poderemos então conhecer qual a taxa mínima a que o Banco deverá efectuar a segunda aplicação para que a operação em causa não tenha ganho nem perda designada por taxa de indiferença. Ou seja, a taxa em que os proveitos das duas aplicações são iguais ao custo do financiamento.

$$\left(1 + 0.03 \times \frac{12}{12}\right) = \left(1 + 0.032 \times \frac{6}{12}\right) \times \left(1 + r \times \frac{6}{12}\right)$$

$r = 2.756\%$

- Se o Banco daqui a 6 meses conseguir aplicar fundos a uma taxa superior a 2.756% a operação especulativa gera um lucro.

- Se a taxa de aplicação for inferior a 2.756% o resultado da operação especulativa é um prejuízo.

## **B. Cotações e níveis de preços**

Os preços no MMI correspondem às taxas de juro. No MMI como em qualquer outro mercado existem, para diferentes prazos, diferentes cotações de:

- Compra/Bid - Taxa de procura de fundos
- Venda/Offer - Taxa de oferta de fundos

Cotações estas que representam o valor das taxas de juro. No quadro seguinte apresentam-se exemplos de cotações do MMI para uma qualquer moeda:

<b>Prazos</b>	<b>Bid</b>	<b>Offer</b>
O/N	3.00%	- 3.02%
T/N	3.00 %	- 3.02%
7 Dias	3.02%	- 3.05%
15 Dias	3.03%	- 3.06%
1 Mês	3.12%	- 3.15%
2 Meses	3.21%	- 3.24%
3 Meses	3.30%	- 3.34%
6 Meses	3.53%	- 3.55%
12 Meses	3.43%	- 3.96%

Estas cotações são geralmente formadas pelos principais Bancos do sistema, que desempenham a função de **Market-Makers**.

**Market – Maker** - instituição que garante, sistematicamente, a existência de preços de compra e venda para diferentes prazos.

O principal inconveniente da função de *market-maker* decorre do facto de eventualmente ser obrigado a realizar operações menos adequadas à situação da sua tesouraria. Por exemplo, ter que vender fundos (aplicar fundos) quando o Banco está com uma tesouraria deficitária.

Pode salvaguardar a sua posição utilizando as seguintes estratégias:

- Restringir os montantes a transaccionar;
- Alargar a margem de intermediação que representa o lucro dessa função (diferença entre o bid e o offer);

Os participantes de menor dimensão ou que não querem desempenhar tal função ajustam as suas taxas às dos *market-makers* pelo que:

- a taxa offer é aquela a que tomam fundos - Realizam financiamentos
- a taxa bid é aquela a que aplicam fundos - Realizam aplicações

A **margem entre o *bid* e *offer*** é, regra geral reduzida, dependendo:

- da situação de liquidez do mercado;
- do equilíbrio entre a procura e a oferta de fundos em cada momento; e
- da concorrência entre os market-makers.

A livre negociação das operações entre as diferentes instituições financeiras possibilita que as taxas de juro possam variar ao longo do dia.

As alterações nas taxas de juro são função do nível de oferta e procura de fundos para os diferentes prazos que se verifica em cada momento e reflectem:

- a) Situação de tesouraria que se verifica em cada momento e em cada banco (excesso ou falta de liquidez);
- b) Expectativas das instituições financeiras quanto à evolução das taxas de juro no futuro.
- c) Intervenção dos bancos centrais na condução da política monetária (a explicitar a seguir)

### **C. Risco de Crédito**

A parte que em cada operação no MMI empresta fundos (cedente) á outra (adquirente) assume o risco de crédito da operação. O **risco de crédito** é materializado pela possibilidade da outra parte (o que tomou os fundos), na data de vencimento da operação, não pagar capital e os juros da mesma.

Como é que é avaliado o risco de crédito no MMI?

A concessão de crédito no MMI tende cada vez mais a ter tratamento similar ao que os bancos utilizam na realização de operações com os seus clientes. Analisa-se o risco de cada potencial devedor podendo estabelecer-se um limite máximo de crédito a conceder a cada instituição que deverá ser regularmente revisto.

A principal diferença entre a gestão do risco de crédito a nível interbancário face às operações comerciais reside no facto de, com excepção de casos muito extremos, não se diferenciar na taxa de juro

a qualidade creditícia do Banco a quem se está a conceder crédito. Sendo assim, o *plafond* de financiamento é o instrumento de gestão do risco de crédito mais utilizado.

#### **D. Mercado Monetário Interbancário como mercado primário das taxas de juro**

Na prática podemos dizer que o mercado monetário interbancário (MMI) funciona como núcleo director das taxas de juro, ou seja, é o mercado primário do sistema financeiro.

Em primeiro lugar, porque é o **local privilegiado de intervenção dos Bancos centrais** no âmbito da gestão da sua política monetária e cambial.

Exemplo: Imagine-se que o Banco Central Europeu (BCE) oferecia no mercado interbancário títulos cuja taxa juro era de 5%. Nenhum banco que tivesse liquidez estaria disposto a emprestar dinheiro a outro banco por menos do que aquela taxa, na medida em que tinha garantida a mesma caso comprasse aqueles títulos ao BCE. Assim também nenhum banco conseguiria obter fundos no mercado a menos de 5%. Deste modo aquela taxa serve de patamar mínimo para os preços no MMI. Se fosse alterada para 6%, por exemplo, tal implicaria que o nível de taxas no mercado interbancário subiria de igual modo.

Em segundo lugar, **as taxas do mercado interbancário influenciam todas as restantes taxas que os bancos praticam aos seus clientes** na medida em que nenhum banco, por exemplo, emprestaria

dinheiro a uma empresa a uma taxa mais baixa do que a praticada no MMI. Se o banco tivesse fundos disponíveis teria menor risco e uma rentabilidade superior se os aplicasse no MMI. Se não tivesse fundos teria que obtê-los no MMI e conseqüentemente emprestaria esses fundos à empresa a uma taxa necessariamente mais alta.

### **E. Indexantes**

Os **indexantes** têm como principal função a concretização de uma taxa de juro variável. Para que um **indexante seja eficiente** é necessário que respeite 3 condições:

- Reflecta instantaneamente as variações das taxas de juro;
- Que não existam condicionalismos de carácter administrativo ou outro no seu funcionamento;
- A sua formação seja feita de modo a reflectir condições de mercado, isto é que resulte de operações efectivas e não artificiais no mercado.

Os **principais indexantes utilizados** são obtidos a partir das taxas praticadas nos mercados interbancários, na medida em que estes asseguram a necessária dimensão, liquidez e transparência para que os indexantes construídos ofereçam as condições de eficiência atrás referidas.

**EURIBOR:** Esta taxa é constituída a partir da contribuição de 57 instituições financeiras que operam no espaço EURO - *entre as quais se encontra a CGD como única representante do mercado português* - e que, diariamente às 11 horas, divulgam para cada prazo a taxa a que

concedem fundos denominados em EUROS no mercado interbancário.

O valor da Euribor para cada prazo é obtido como sendo a média das taxas das instituições que contribuírem depois de excluídas as 13 cotações mais altas e 13 cotações mais baixas.

**LIBOR:** Representa a taxa média de oferta de fundos para cada prazo no mercado interbancário de Londres (LIBOR- *London Interbank Offered Rate*). É obtida a partir das taxas que, diariamente e também às 11 horas, os principais bancos que operam neste mercado divulgam para as principais moedas internacionais. Há assim a LIBOR do USD, do JPY, do CHF, etc.

### 1.1.3. Mercado de *repos*

Um **repo** representa, na prática, uma operação monetária (cedência e tomada de fundos) garantida por títulos.

A entidade que necessita de fundos vende títulos que tem em carteira (obtendo assim os fundos de que necessita) comprometendo-se, simultaneamente, a recomprá-los numa data concreta e por um preço que reflecte o valor recebido acrescido de uma remuneração (taxa de juro).

Trata-se de um empréstimo sem risco para quem concede os fundos, na medida em que em caso de incumprimento da outra parte poderá vender os títulos e receber os fundos. As operações de *repo* são

organizadas de tal forma que os títulos que suportam cada operação têm um valor de mercado (são títulos cotados, com grande liquidez, obrigações do Tesouro por exemplo) que garante o recebimento dos fundos a quem os concedeu.

Para quem necessita de fundos este mercado representa a possibilidade de obter fundos a uma taxa sem risco (menor que uma taxa interbancária para o mesmo prazo) e sem aumentar directamente o endividamento já que há apenas uma troca (e temporária) de valores no respectivo activo (saem títulos e entram meios monetários).

O mercado de *repos* em Portugal é organizado pela **Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLPA)**, que assegura a centralização de todos os movimentos financeiros (e de depósito de títulos inerentes a cada operação).

#### **1.1.4. Papel Comercial**

Papel Comercial é um título de dívida de curto prazo emitido por uma empresa . Na prática, o Papel Comercial é a transposição para o universo das empresas dos títulos de dívida pública de curto prazo (BT), no caso da Administração Central, e das Obrigações de Caixa, no caso das instituições financeiras.

O desenvolvimento deste instrumento fomenta a **desintermediação** do sistema bancário no financiamento das empresas. Em vez do canal clássico depósito (investidor) e concessão de crédito (empresa carente de fundos) que caracteriza a função de intermediação bancária, o papel comercial permite a redistribuição e a poupança subjacente dos

custos de intermediação entre o emitente e o aforrador/investidor. De facto:

- Emitentes obtêm fundos a taxas mais baixas;
- Investidor vê os seus capitais melhor remunerados.

A poupança da intermediação apenas não é a 100% porque os emitentes continuam, na generalidade dos casos, a necessitar dos serviços das instituições financeiras para a montagem e colocação de cada operação.

As empresas para poderem emitir papel comercial têm de se sujeitar a uma notação de rating por uma empresa especializada e independente em ordem a que os potenciais investidores possam melhor avaliar o risco de cada emissão. Em Portugal, esta exigência pode ser dispensada caso seja garantida por uma instituição bancária. Nesta situação, o risco da emissão passa a ser o risco do Banco que garante a operação o que acaba por contradizer o propósito fundamental em que assentou o desenvolvimento do papel comercial (desintermediação das instituições financeiras).

- Nos **E.U.A**, mercado que viu nascer o papel comercial, a vida média de cada emissão não ultrapassa um mês e raramente é superior a 9 meses;
- Na **Europa** a vida média é ligeiramente superior
- Em **Portugal** têm sido realizadas operações com maturidades até 6 meses

A duração do papel comercial poderá não coincidir com o prazo da emissão dos títulos, dado que a entidade que os emite pode resgata-

los antecipadamente, desde que tal tenha sido previsto nas condições de emissão do mesmo.

As taxas de juro do papel comercial podem ser fixas ou variáveis. Na generalidade dos países, e em Portugal também, as emissões privilegiam uma forma de colocação semelhante à dos BT, ou seja, o reembolso faz-se pelo valor nominal, o que quer dizer que o investidor paga um valor inferior quando compra os títulos (VA).

$$VA = \frac{VN}{\left(1 + T_{xj} \times \frac{\text{Prazo}}{365}\right)}$$

Os investidores que adquirem papel comercial assumem o risco de crédito da empresa emitente, quando este não tem garantia bancária. Se o papel comercial é colocado com base numa garantia bancária o risco passa a ser o do Banco que garante a operação.

A colocação do papel comercial pode ser realizada de 2 formas:

- A empresa emitente assegura a colocação do programa do papel comercial – a empresa tem uma estrutura que lhe permite efectuar essa colocação, evitando assim pagar comissões às instituições financeiras;
- A empresa utiliza os serviços de uma entidade financeira especializada – este caso é o mais frequente - pagando para o efeito um conjunto de comissões inerentes à organização, montagem e colocação da emissão. Se as instituições financeiras garantirem complementarmente a tomada firme da operação (comprometem-se a comprar os títulos que eventualmente não

tenham conseguido vender), haverá lugar a uma comissão por tal função.

Para emissões de pequenos montantes os custos envolvidos podem tornar o custo global da operação muito elevado (as comissões não são proporcionais aos montantes da operação) pelo que, na prática, somente as grandes empresas é que têm acesso a este instrumento.

O papel comercial, apesar de ser um título de curto prazo poderá ser utilizado como fonte de financiamento de médio ou longo prazo através de operações *revolving*, ou seja, uma empresa compromete-se, por exemplo, com um programa de papel comercial a 2 anos, tendo que realizar emissões de 3 em 3 meses ou de 6 em 6 meses.

Nas emissões de papel comercial a empresa tem grande flexibilidade na montagem da operação podendo:

- Estabelecer um programa de emissões de acordo com as suas necessidades de tesouraria. Configurar a operação em termos de montantes e prazos face às suas necessidades;
- Escolher o timing da realização da operação de forma a tirar partido da conjuntura de evolução das taxas de juro no mercado monetário interbancário.

#### **1.1.5.Mercado Cambial à Vista (*spot*)**

O mercado cambial *spot* compreende as transacções de permuta de divisas diferentes, cujo preço se designa por taxa câmbio.

<b>Taxa de câmbio:</b> relação de troca entre duas divisas diferentes.
--

O mercado cambial é o maior mercado do mundo e **funciona 24 H por dia**, porque está sempre aberta uma praça financeira importante (Tokyo, Londres, Nova Iorque) na qual se pode transaccionar qualquer par de moedas.

A regra geral das transacções cambiais *spot* é a de que a permuta de divisas ocorre com uma **data valor de dois dias úteis**, isto é, a transacção é hoje acordada e os respectivos fluxos têm lugar dois dias úteis mais tarde.

Nos mercados interbancários as cotações são apresentadas tendo por unidade o EUR e não, como estávamos habituados, a outra divisa (um dólar valia tantos escudos).

EUR/USD = 0.90      1 EURO é trocado por 0.90 USD

1,000 EUR são trocados por 900 USD

### **A. Significado das cotações de compra e venda**

	<i>Compra/bid</i>	<i>Venda/Offer</i>
EUR/CHF	1.60	1.61

Os preços de compra e venda estão na óptica de quem os apresenta significando:

- Compra: por cada 1 EUR que compro entrego 1.61 CHF
- Venda: por cada 1 EUR que vendo recebo 1.60 CHF

Assim, para qualquer entidade que queira comprar utilizará a cotação de venda de que está a cotar os preços e vice-versa.

### **Exemplos:**

1) Uma entidade vai receber 1,000 CHF. Se os trocar por EUR quantos EUR receberá?

- A entidade vai o mercado *spot* querendo comprar EUR e vender CHF. Isto é, quer comprar, pelo que será uma venda de quem cota a moeda logo, o preço a utilizar será de 1.61. Assim, irá receber o seguinte montante de EUR:

$$\begin{aligned}M_{EUR} &= \frac{1,000}{1.61} \\ &= 621.12\end{aligned}$$

2) Uma entidade precisa de adquirir 1,000 CHF para liquidar uma importação. Quantos EUR precisa de entregar?

- A entidade quer vender EUR, recebendo CHF, assim, o preço a utilizar será o de compra que corresponde a 1.60.

$$\begin{aligned}M_{EUR} &= \frac{1,000}{1.60} \\ &= 625.0 \text{ EUR}\end{aligned}$$

3) Uma entidade tem 1,000 EUR que quer trocar por CHF. Quantos CHF irá receber?

- Quer vender EUR, logo o preço será de 1.60. O montante a receber de CHF será de:

$$\begin{aligned}M_{CHF} &= 1,000 \times 1.60 \\ &= 1,600 \text{ CHF}\end{aligned}$$

Qualquer taxa de câmbio pode ser facilmente ser **invertida**, isto é o preço passar a ser expresso por uma unidade de cada divisa:

$$B/A = \frac{1}{A/B}$$

É apenas necessário ter cuidado com o facto de que invertendo a taxa de câmbio o preço de compra passa a ser o de venda e vice-versa.

	Compra	Venda
CHF/EUR	1/1.61 = 0.6211	1/1.60 = 0.6250

A evolução das taxas de câmbio resulta do livre encontro que se estabelece a cada momento entre a procura e a oferta. A dimensão de procura e oferta de cada divisa depende de vários factores, alguns de natureza conjuntural outros de mais longo prazo. Nestes últimos, avulta a *performance* económica de cada país (crescimento, inflação, saldo da balança de pagamentos, etc.). Nos primeiros, destacam-se os elementos que se relacionam com alterações na situação política, social e económica de curto prazo de cada país (resultado de uma eleição, demissão de um Governo, divulgação de indicadores económicos que antecipam determinada evolução da economia, etc.).

O facto de actualmente se assistir a um acesso à informação praticamente instantâneo e global, toda e qualquer nova informação tem um impacte imediato nas taxas de câmbio fazendo com que estas oscilem constantemente ainda que na generalidade dos dias sejam pequenas oscilações ( porque acontecimentos e informações relevantes não acontecem permanentemente).

## **B. Intervenção dos bancos centrais**

Em ordem a alterar a evolução da divisa os bancos centrais podem actuar a dois níveis:

- Actuando no mercado como qualquer outro operador, comprando a sua moeda (se a quiserem fazer subir, ou vendendo-a na situação inversa); a sua actuação é assim ao nível da procura e oferta de cada moeda; estas intervenções tem uma eficácia limitada no tempo na medida em que raramente invertem os factores mais fundamentais que estão na origem de determinada evolução da moeda; e, por outro lado, o crescimento exponencial dos montantes transaccionados nos mercados cambiais faz com que o peso relativo dos fundos disponíveis pelos bancos centrais tenha cada vez menor capacidade de influenciar o movimento das cotações;
- Actuando ao nível da taxa de juro, tornando mais (ou menos) atractiva as aplicações nessa moeda; também neste caso a eficácia é limitada na medida em que se, por exemplo, houver uma convicção generalizada da descida de determinada moeda, não é uma taxa de juro maior que atrairá os investidores que poderão perder na depreciação da mesma, o ganho comparativo em termos de taxa de juro.

## 1.2. Mercado de Capitais<sup>1</sup>

### 1.2.1. Mercado accionista; e

### 1.2.2. Mercado obrigacionista

O mercado accionista/obrigacionista divide-se em mercado primário e secundário.

- **Mercado primário:** emissão de novas acções/obrigações do Estado e das Empresas.
- **Mercado secundário:** transacção de acções/obrigações já existentes.

Os mercados secundários são, regra geral, organizados e dirigidos pelas bolsas de valores. No caso português, pela **Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLPA)**.

A entidade que supervisiona o funcionamento destes mercados – observância da legislação e regulamentação em vigor, autorização das emissões de títulos, fiscalização das transacções em bolsa, não utilização de informação privilegiada sobre empresas em benefício próprio, etc - é a **Comissão dos Mercados de Valores mobiliários (CMVM)**.

*Nota: a forma de funcionamento do mercado - participantes, transacções, grandes operações, será analisado nos pontos 2. e 3.*

---

<sup>1</sup> Nota: a forma de funcionamento do mercado - participantes, transacções, grandes operações, será analisado nos pontos 2. e 3.

### 1.2.3. Índices de mercado

Os índices de mercado respeitam fundamentalmente ao mercado accionista, embora também existam índices para o mercado de obrigações mas são de reduzida utilização.

**Os Índices de acções**, procuram retratar de forma agregada o comportamento do mercado accionista no seu conjunto, isto é, se em determinado período o mercado variou positivamente ou negativamente.

**Nota importante:** as variações dos índices que aparecem na imprensa e TV (+ 0.2% no dia de hoje) são sempre nominais e absolutas, ou seja, não têm em conta o período em causa (1 dia, 1 semana, 1 trimestre, etc.)

Os principais **critérios de selecção** das acções que irão fazer parte de um índice são os seguintes:

- Dimensão relativa da empresa (normalmente expressa na respectiva capitalização bolsista – N<sup>o</sup> acções da empresa x cotação)
- Nível de transacções da acções/Liquidez: o objectivo é o de se assegurar que as respectivas cotações não sejam facilmente manipuláveis.
- Representatividade sectorial: mesmo que hajam 20 bancos que pelos critérios anteriores possam ser incluídos num índice seleccionam-se menos por forma a que também estejam representadas acções de outros sectores de actividade.

Relativamente ao número de acções distintas que irão compor o índice há objectivos contraditórios: o objectivo **representatividade** induz o maior número possível de acções; o objectivo **facilidade de cálculo e de constituição** de uma carteira cópia induz a um menor número de acções.

Actualmente, a maioria dos principais índices internacionais optou por um reduzido número de acções:

Standard & Poor (S&P) 500 (EUA)

- IBEX 35 (Espanha)
- CAC 40 (França)
- DAX 30 (Alemanha)
- FINANCIAL TIMES 100 (Grã- Bretanha)
- EUROSTOCK 50 (Europa)
- Em Portugal os dois principais índices são: PSI 20 e BVL 30

Elementos técnicos a referir sobre os índices:

- **Peso Relativo de cada acção:** Na generalidade dos casos a respectiva capitalização bolsista sobre o total de capitalização bolsista das acções que constituem o índice.
- Ajustamento dos dividendos distribuídos pelas acções que integram o índice: alguns índices são corrigidos pela distribuição de dividendos (BVL 30, DAX) outros não são (S&P, PSI 20).

Exemplo: efeito de se incluir ou não a correcção de dividendos

A acção ABC integra o índice. Hoje a sua cotação é de 10 EUR e o direito ao dividendo de 0.5 acaba hoje. Se nada mais se passar que

influencie o preço da acção a sua cotação amanhã será de 9.5 (porque quem a comprar amanhã já não terá direito ao dividendo).

Assim, num índice que proceda à correcção dos dividendos, este não considerará qualquer alteração no preço da acção, na medida em que passará a adicionar a partir de amanhã à respectiva cotação o 0.5 de dividendos que esta distribuiu. Caso o índice não corrija registará de um dia para o outro uma variação negativa no preço da acção de  $9.5/10 - 1$ ). As implicações destas duas alternativas são as seguintes:

Caso se queira medir a rendibilidade gerada pelo mercado accionista no seu conjunto a utilização dos valores do índice de início e de fim do período em avaliação:

- Índice que corrige dividendos: A variação das cotações + os dividendos distribuídos
- Índice que não corrige dividendos: A variação das cotações apenas

Assim, considerando dois índices para o mesmo mercado e com as mesmas acções:

Rendibilidade de um índice que corrige > Rendibilidade de um índice que não corrige

Volatilidade de um índice que corrige < Volatilidade de um índice que não corrige

## EXEMPLO: Construção de um Índice

ACÇÃO	Nº DE ACÇÕES DA EMPRESA	COTAÇÃO N	COTAÇÃO N+1
1	100,000	10	9.7
2	200,000	5	5.2
3	300,000	1.5	1.7
4	500,000	3	2.9

Considere-se que o dia N representava o dia de arranque do índice e que se pretendia que o valor inicial fosse de 1,000.

### Cálculo do Índice em N+1

$$I_{N+1} = \frac{100,000 \times 9.7 + 200,000 \times 5.2 + 300,000 \times 1.7 + 500,000 \times 2.9}{100,000 \times 10 + 200,000 \times 5 + 300,000 \times 1.5 + 500,000 \times 3} \times 1,000^{(a)}$$
$$= 1,005.06$$

<sup>(a)</sup> No cálculo do valor do índice no dia N+2 colocar-se-á o valor do índice em N+1 e assim sucessivamente.

Assim, o índice em n+1 será de 1,005.06 o que representará uma variação relativamente ao dia anterior de:

$$\Delta I = \frac{1,005.06}{1,000} - 1 = 0.506\%$$

Generalizando o cálculo do índice:

$$I_N = \frac{CB_N}{CB_{N-1}} \times I_{N-1}$$

com,

- CB capitalização bolsista das acções que compõem o índice
- I valor do índice
- N Dia a que respeita o cálculo.

### 1.3. Mercado de derivados

#### 1.3.1. Mercado de *forwards*

***Forward = contrato a prazo***

Um fwd é assim um contrato entre duas entidades sobre uma transacção futura em data definida e com um preço acordado hoje. Uma das partes compromete-se a comprar (e a outra a vender) o activo A, dentro de três meses ao preço de Z, no montante de Y. No momento da transacção do fwd **não há lugar a qualquer fluxo financeiro.**

Exemplos:

- 1) A compra a B dentro de 1 mês 10,000 toneladas de ferro ao preço de 2,500 EUR cada ( fwd sobre mercadorias).
- 2) A compra a B dentro de 6 meses 1,000,000 de EUR/USD, ao preço de 0.95 (entregando assim nessa data 950,000 USD) (fwd de taxa de câmbio)
- 3) A compra a B dentro de 15 dias 5,000 accções EDP ao preço de 2.85 cada (fwd de accções).
- 4) A compra a B dentro de 3 meses uma EURIBOR<sub>3M</sub> ao preço de 4.5% (fwd de taxa de juro: FRA)

## **A. Motivações para se transaccionar fwd:**

### **a) Eliminação de risco**

Ao comprar-se ou vender-se um fwd está-se a fixar um preço futuro independentemente do preço que estiver em vigor no vencimento do fwd. Não se trata de garantir à partida menores custos ou receitas acrescidas, mas somente pretende-se é eliminar a incerteza. Se foi uma boa opção ou não (em termos de resultados) só se saberá na data de vencimento do fwd quando se comparar o preço do fwd com aquele que estiver a vigorar no mercado à vista.

### **b) Especulação**

Os contratos a prazo representam uma alternativa de muito maior agilidade, flexibilidade e eficiência em termos de actividade de especulação.

### **Exemplo**

Imagine-se que se tem a convicção de que as acções ABC vão subir de preço.

A alternativa de especulação clássica não se investindo capital próprio seria a de obter um financiamento, comprar as acções e esperar pela sua valorização. Caso se verifique a nossa expectativa, vender-se-ão as acções por um valor que possibilitará a liquidação do financiamento (e respectivos juros) e a obtenção de um lucro. Esta operação afectará o nosso nível de endividamento (empréstimo). Caso se a queira terminar rapidamente é necessário além de vender as acções a liquidação do empréstimo.

A alternativa fwd é muito mais simples. Compra-se um fwd e o resultado será a diferença entre o preço do fwd e aquele que vigorar no mercado no seu vencimento. Não há lugar a empréstimos e em caso de se querer terminar a operação a qualquer momento bastará vender um fwd no mesmo montante e vencimento (sendo o resultado a diferença entre o preço dos dois fwd).

### 1.3.2. Futuros

Conceptualmente um futuro é igual a um contrato a prazo, isto é representa o acordo sobre uma transacção futura a um preço estabelecido. A principal diferença reside na sua forma de funcionamento. Esta tem como principal objectivo reduzir o risco para as partes envolvidas na transacção. Recorde-se que num fwd cada uma das partes corre o risco de a outra não cumprir as suas obrigações no vencimento do fwd.

O futuro **minimiza o risco através de três** processos:

- Cada interveniente numa transacção tem que constituir um **depósito de garantia** (*margin*) junto da Bolsa que supervisiona o mercado que somente pode ser mobilizado após o vencimento do futuro (ou a realização da operação inversa, eliminando a inicial);
- Numa transacção em que A é o comprador e B o vendedor, a Bolsa partirá a transacção em duas e será o vendedor para A e o comprador para B; assim todos os intervenientes terão como **contraparte a bolsa**;

- O resultado do futuro é **apurado diariamente** (em função da evolução diária dos preços – *mark-to-market*) e é reflectido imediatamente na conta do investidor; se o saldo desta desce abaixo de determinado nível, ele é obrigado a imediatamente a repor o saldo para o valor inicial (*margin call*), caso contrário a sua posição será imediatamente liquidada.

Os futuros visam também objectivos de **maximização de liquidez** relativamente aos fwd através:

- A unidade de transacção numa bolsa de futuros é o **contrato** que estipula uma quantidade ou valor para cada transacção (100 acções ABC, 100,000 EUR/USD, etc.); assim cada investidor apenas poderá transaccionar como mínimo essa quantidade ou valor e para mais, apenas múltiplos dessa mesma quantidade ou valor; evita-se assim o fraccionamento excessivo das transacções;
- Existem **poucos vencimentos** disponíveis em cada ano; os futuros operam com ciclos mensais - nesse caso 12 (vencimentos na terceira quarta-feira de JAN, FEV, MAR, etc.) ou trimestrais - 4 (terceira quinta-feira de MAR, JUN, SET, DEZ ou JAN, ABR, JUL, OUT, etc.); a pouca diversidade de vencimentos obriga os investidores a concentrar as operações num reduzido número de datas, fomentando a liquidez de cada um.

### 1.3.3. Mercado de opções<sup>2</sup>

Tanto o contrato a prazo como o futuro representam acordos de preços de execução obrigatória.

Uma opção, ao contrário, representa o **direito de comprar** (*call*) ou **vender** (*put*) determinado activo a um **preço predeterminado** (*strike*) **em** (opção europeia) ou **até** (opção americana) determinada data. O comprador da opção para ter esse direito paga um **prémio**.

Ilustrar com um exemplo:

#### Compra de uma opção de *Call* sobre acções ABC

Cotação: 10 EUR

Strike: 11 EUR

Vencimento: 3 meses

Prémio: 0.5 EUR

Explicar:

- Quando vale a pena exercer a opção (cotação > 11)
- Quando se tem lucro (cotação > 11.5)
- O que se perde se não se exerce (o prémio)

### 1.3.4. Mercado de *swaps* de taxa de juro (referir de passagem os cambiais)

Um *swap* de taxa de juro (IRS - *Interest Rate Swap*) em termos conceptuais pode ser perspectivado como a **realização simultânea**

---

<sup>2</sup> O resto da matéria será analisado no capítulo específico das opções.

entre A e B, as contrapartes da transacção, de dois empréstimos (ou duas aplicações financeiras), de idêntico montante, maturidade, reembolsados de uma só vez no vencimento, constituindo a taxa de juro (na sua forma, periodicidade, ou processo de contagem) o único elemento diferenciador dos dois empréstimos simultâneos.

O caso mais comum é o de uma das partes pagar uma taxa fixa e a outra uma taxa variável.

Tratando-se, conceptualmente, de dois empréstimos ou aplicações simultâneas com idêntico capital e maturidade, **as entregas de capital** (no início e fim da operação), anulam-se reciprocamente, havendo assim apenas lugar ao **recebimento e pagamento de juros**, de acordo com as respectivas taxas estabelecidas, razão pela qual, o capital de um IRS ser apenas teórico, isto é, serve somente para cálculo dos fluxos de juros.

### Exemplo

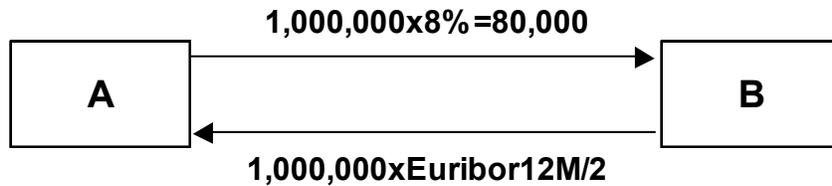
Montante 1,000,000 EUR

Vencimento 3 anos

Entidade A paga anualmente a B a taxa fixa de 8%

Entidade B paga semestralmente a A a taxa EURIBOR<sub>12M</sub>, em vigor no início de cada ano.

Deste modo, no final do 1º, 2º e 3º ano A pagará a B 80,000 EUR (1,000,000x0.08%) receberá, semestralmente, o produto de 1,000,000 x EURIBOR<sub>12M</sub>/2 que estiver em vigor no início de cada semestre de contagem de juros.



## A. Mercados e preços

Sendo um dos ramos a taxa variável as cotações são apenas expressas em termos de taxa fixa, na medida em que se assume que o outro ramo (variável) é sempre calculado com base na EURIBOR (o caso mais comum).

Um exemplo de cotação será o seguinte:

Prazo	Compra	Venda
IRS <sub>3 anos</sub>	5.80	5.90

### Cotação de compra

Quem cota um IRS a três anos pagará anualmente a taxa fixa de 5.80%, recebendo a EURIBOR em vigor no início de cada período. Por outras palavras, se eu vender um IRS é porque pretendo receber taxa fixa e pagar taxa variável.

### Cotação de venda

Quem cota um IRS a três anos receberá anualmente a taxa fixa de 5.90%, pagando a EURIBOR em vigor no início de cada período. Assim, quem compra entregará anualmente a taxa fixa de 5.90%, recebendo a EURIBOR em vigor no início de cada semestre.

Paralelamente ao mercado interbancário de IRS haverá ainda que considerar as operações que se realizam entre Instituições Financeiras e clientes, cujas cotações têm naturalmente como base os preços interbancários corrigidos de margem a praticar por cada IF.

## **B. Utilização dos swaps de taxa de juro**

A gestão do grau de exposição ao risco de taxa de juro de uma carteira de investimentos, de um balanço de uma IF ou empresa não financeira, decorre do balanceamento das posições a taxa fixa e a taxa variável. Este balanceamento, tradicionalmente feito através da substituição e permuta de activos ou passivos (de taxa fixa para variável ou vice-versa), encerra os inerentes custos de transacção associados e com diversos obstáculos de natureza regulamentar ou operacional a dificultar, e por vezes a inviabilizar, a concretização das operações.

O recurso aos IRS apresenta-se como uma alternativa geralmente mais eficiente.

Pense-se, por exemplo numa empresa que tem um empréstimo a taxa fixa e que pretende substituí-lo por um financiamento a taxa variável. A solução mais imediata seria a de tentar resgatar o empréstimo, accionando uma eventual cláusula de resgate antecipado ou negociando tal antecipação com a entidade credora. Em qualquer circunstância suportaria sempre os custos do resgate e do novo empréstimo que substituiria o resgatado.

Em alternativa, poderá manter o empréstimo e vender um IRS pelo montante e prazo de vencimento do mesmo. Deste modo ficaria, na

prática, a pagar o ramo variável do IRS mais (ou menos) a eventual diferença entre a taxa fixa do financiamento e a do IRS, mas com a vantagem de não alterar em nada a operação de financiamento em curso.

### Exemplo

A empresa ABC tem um financiamento à taxa fixa de 7% que se vence dentro de três anos. Tem acesso ao mercado de *swaps* a três anos aos preços de 6.10 e 6.30%. Se a empresa pretender mudar a modalidade de taxa de juro do financiamento de fixa para variável bastará vender um *swap*, ao preço de 6.10:

Paga no financiamento em curso	7%
Recebe do swap	(6.1%)
<u>Paga no swap</u>	<u>EURIBOR</u>
<b>Total</b>	<b>EURIBOR +0.9%</b>

Assim, transformou um financiamento à taxa fixa de 7% num financiamento à taxa variável de EURIBOR+0.9%, taxa que deve ser comparada com a que obteria resgatando antecipadamente o financiamento e contratando um novo.

## 2. Transacção de Instrumentos Financeiros

### 2.1. Mercado Primário

Designa-se por **mercado primário** aquele que se destina à emissão e colocação de valores mobiliários e no qual o produto da venda reverte a favor da entidade emitente. Na prática o mercado primário nasce e esgota-se com a criação dos valores mobiliários<sup>3</sup>. Uma operação de aumento de capital, por parte de uma determinada empresa, ou a emissão de um empréstimo obrigacionista são exemplos da criação de valores mobiliários.

### 2.2. Initial Public Offers

As **initial public offers** (IPO) constituem a primeira oferta ao público de acções de uma empresa. Este tipo de operações insere-se num conjunto mais vasto designado por

**ofertas públicas de venda**. Estas, resultam do lançamento, por parte de uma dada entidade (oferente), de uma proposta de venda que assume um carácter público e em determinadas condições, de um

---

<sup>3</sup> No código dos valores mobiliários, legislação portuguesa que regulamenta esta matéria, definem-se como valores mobiliários os seguintes:

- as acções;
- as obrigações;
- os títulos de participação;
- as unidades de participação em instituições de investimento colectivo;
- os direitos à subscrição, à aquisição ou à alienação de valores mobiliários que tenham sido emitidos de modo autónomo
- os direitos destacados dos valores mobiliários referidos anteriormente.

conjunto de valores mobiliários, destinada a um universo de pessoas (destinatários da oferta).

Quando estas operações se realizam pela primeira vez na vida de uma empresa, esta passa a assumir um estatuto de sociedade aberta<sup>4</sup>, a operação designa-se de **oferta pública inicial**, a qual, por seu turno, pode-se inserir no âmbito do mercado primário ou no do mercado secundário, dependendo dos valores alvo da oferta serem criados pela primeira vez ou não.

A legislação nacional sobre esta matéria, o **Código dos Valores Mobiliários**, considera tratar-se de uma **oferta pública de venda** quando os valores são oferecidos:

- No todo ou em parte a destinatários indeterminados ou não previamente identificados;
- À generalidade dos accionistas de uma sociedade aberta;
- Através de prospecção ou recolha de intenções de investimento junto dos destinatários;
- Através de promoção publicitária;
- A mais de 200 pessoas

As ofertas públicas de venda são divulgadas ao mercado mediante a publicação de um anúncio de lançamento da oferta e de um prospecto, aprovados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)

---

<sup>4</sup> Considera-se sociedade aberta as sociedades cujo capital se encontra livremente aberto ao investimento público. Nos mercados anglo-saxónicos, tratam-se das *Public Firms* ou *Public Companies*.

como documentos integrantes do registo da oferta e que têm como principal função a de prestarem toda a informação relevante àcerca das condições e termos da operação.

### **2.2.1. Tipos, Métodos e Custos de Emissão**

Em oposição às ofertas públicas podem também classificar-se as operações de venda de activos financeiros em **ofertas particulares**. Estas caracterizam-se por serem dirigidas apenas a investidores institucionais e/ou por se tratarem de ofertas para subscrição de valores de sociedades com o capital fechado ao investimento público.

Do ponto de vista do tipo de subscrição, as ofertas públicas podem revestir, normalmente, dois tipos: A subscrição **directa** e a subscrição **indirecta**.

- **No primeiro caso** estamos perante uma situação na qual a própria entidade emitente se encarrega da promoção, colocação e distribuição dos valores mobiliários pelos subscritores com ou sem apoio de intermediários financeiros.
- **No segundo caso**, e o mais comum, toda a emissão de valores mobiliários é subscrita por um ou mais intermediários financeiros, normalmente **bancos de investimento**, que se comprometem a colocá-los posteriormente junto dos investidores a que se destinam, tirando partido do conhecimento e *know how* que têm sobre a evolução dos mercados financeiros, dos canais de distribuição e comercialização e que lhes permitem, com baixos custos e

com níveis mínimos de risco, prestar eficientemente às empresas serviços de colocação de valores mobiliários.

Pelo **contrato de colocação** estabelecido com a entidade emitente, o intermediário financeiro obriga-se a prestar um serviço que pode ser classificado a três níveis:

- **Mera Colocação**, no qual o intermediário financeiro obriga-se a desenvolver os melhores esforços em ordem à distribuição dos valores mobiliários que são objecto da oferta pública, incluindo a recepção das ordens de subscrição;
- **Tomada Firme**, o intermediário financeiro adquire os valores mobiliários da oferta e obriga-se a colocá-los por sua conta e risco nos termos e nos prazos acordados com o emitente;
- **Garantia de Colocação**, O intermediário financeiro obriga-se a adquirir, no todo ou em parte, para si ou para outrem, os valores mobiliários que não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta;

No contrato celebrado entre a entidade oferente e o intermediário financeiro pode encontrar-se prevista a **possibilidade do serviço de colocação ser assegurado por mais do que um intermediário**. É o caso em que a formação de um **consórcio de intermediários financeiros**, tem lugar, muito em especial, nas operações que envolvem montantes muito elevados em que é usual a partilha dos respectivos riscos de colocação entre os vários intermediários.

A operação de emissão tem, naturalmente, custos:

- **Custos directos**, que decorrem directamente da montagem da operação e que normalmente abrangem os custos administrativos, os emolumentos e as comissões a pagar ao intermediário financeiro ou ao consórcio de bancos que suporta a operação. Estes custos são uma função da magnitude da operação.
- **Custos indirectos** que resultam do facto de se sub-estimar o preço de colocação das novas acções aquando do lançamento da oferta.

### ***2.2.2. Underpricing e Long Term Underperformance***

Existe uma tendência quase natural para que os preços dos IPO sejam, em média, sub-valorizados, isto é, o preço que serve de base à venda do capital é inferior ao justo valor das acções que vão ser emitidas.

Um exemplo clássico, e extremo, de *underpricing* que costuma ser apontado é o do lançamento do **IPO da Netscape**, no qual foram vendidos 5 milhões de acções ao preço unitário de \$28. A grande procura destes valores por parte dos investidores fez com que no final da primeira sessão de bolsa o preço de fecho das acções registasse uma variação face ao preço do IPO de cerca de 108%. Os custos indirectos com esta operação suportados pela Netscape podem ser avaliados de duas formas:

- Para o mesmo encaixe de capital os accionistas poderiam ter cedido uma parcela do controlo substancialmente inferior; ou, visto de outra forma,
- Para uma mesma cedência de controlo o encaixe realizado poderia ter sido substancialmente superior.

No caso português, é paradigmático o exemplo da chegada ao mercado da **PT Multimédia através de um IPO** cujo preço foi fixado em cerca de 28 euros. Três meses depois de iniciada a negociação em bolsa as acções da empresa registavam um preço de 119 euros!

Existem algumas razões que poderão estar na base desta tendência de subvalorização do preço de um IPO. Na verdade existe um **incentivo** para os intermediários financeiros fixarem os preços dos IPO a um nível que, tendencialmente e em média, é inferior ao real valor das acções.

Para o intermediário financeiro, quanto maior for o preço do IPO maior o risco de não conseguir colocar na totalidade a operação e, nesta possibilidade, estaria a incorrer em **custos da tomada firme** de valores a um preço excessivo e em **custos decorrentes da perda de reputação** no mercado por não ter conseguido colocar integralmente a emissão.

Outra razão para que o preço do IPO se fixe a um nível inferior prende-se com o facto de, deste modo, o intermediário financeiro estar a proporcionar um ganho potencial aos investidores que deriva do diferencial entre o preço da operação e a valorização que se espera vir

a ter lugar no mercado. Assim, o objectivo do **intermediário financeiro** é o de **fidelizar o investidor** para futuras operações em que intervenha.

Por parte das empresas, por vezes, **também existe um incentivo para fixar o preço do IPO abaixo do seu real valor**. Este é o caso em que as empresas efectuam um IPO com o objectivo de atrair clientes para uma segunda emissão de acções que se lhe seguirá. Assim, torna-se mais fácil atrair investidores que se encontram satisfeitos com o resultado da primeira operação. Normalmente apenas as empresas com grande potencial de crescimento e valorização fazem uso desta estratégia, já que nela se encontra incorporado um importante sinal para o mercado sobre a futura *performance* da empresa.

### **2.3. Mercado Secundário e Bolsas de Valores**

Na legislação nacional são havidos como **mercados de bolsa** os mercados regulamentados em que a **emissão das ofertas e a conclusão das operações são centralizadas num só espaço ou sistema de negociação**. As bolsas de valores constituem, por excelência, o **mercado secundário** de valores mobiliários, ou seja, o mercado destinado às transacções entre investidores dos valores mobiliários criados no mercado primário.

#### **A. Para que serve a Bolsa de Valores?**

A **principal função** das bolsas de valores consiste em oferecer às entidades emitentes e aos aforradores a possibilidade de conciliarem

os seus interesses, de forma segura e transparente, conferindo uma acrescida liquidez aos valores mobiliários nelas transaccionados.

Com efeito, **sem a importante contribuição dos mercados bolsistas** como mercados regulamentados e supervisionados:

- a procura de valores mobiliários por parte dos compradores e a sua entrega pelos vendedores seria bastante difícil e aleatória;
- sobre o mesmo valor mobiliário seriam fixados diferentes preços resultantes das várias transacções bilaterais ocorridas em diferentes locais;
- os investidores não teriam qualquer garantia na aplicação da sua poupança no mercado de valores mobiliários.

O facto da bolsa de valores ser um mercado regulamentado e supervisionado, aliado à possibilidade dos **investidores poderem obter**, facilmente e em tempo oportuno, **informações fidedignas sobre os negócios efectuados e sobre as sociedades emitentes**, assegura que as operações aí realizadas satisfaçam os requisitos de transparência e de segurança e que os preços dos valores mobiliários transaccionados sejam fixados de acordo com as leis do mercado.

## **B. Valores Negociáveis em Bolsa**

São **negociáveis em bolsa títulos de natureza muito diversa**: obrigações do Tesouro e outros fundos públicos, obrigações de empresas, títulos de participação, unidades de participação de fundos

de investimento fechados e ainda *warrants* e direitos de aquisição, subscrição, incorporação.

### C. Como se Negocia em Bolsa?

Como em qualquer mercado, nas bolsas de valores os preços dos valores mobiliários são fixados de acordo com a respectiva procura e oferta. O facto de diariamente afluírem às bolsas de valores inúmeras ordens de compra e venda facilita a realização dos negócios e confere liquidez aos valores nelas negociados.

A negociação em bolsa é organizada e regulamentada segundo três regras fundamentais:

- não podem ser efectuadas operações a um preço menos favorável, na compra ou na venda, enquanto não sejam atendidas todas as ofertas a melhor preço. Trata-se da **regra da prioridade-preço**;
- em condições de igualdade quanto ao preço, as ofertas são satisfeitas pela ordem temporal do seu registo no sistema de negociação. É a chamada **regra da prioridade-tempo**;
- o estabelecimento de uma cotação deve assegurar que se irá transaccionar a maior quantidade possível de valores mobiliários. Chamada **regra da maior quantidade transaccionável**.

## 2.4. Sistemas de Transacção e Tipos de Ordens

A negociação em bolsa pode organizar-se de acordo com um dos seguintes **sistemas de negociação**:

- **em contínuo** – sistema de negociação que faculta a possibilidade de se formarem um número indeterminado de cotações diárias. As ofertas para cada valor mobiliário são susceptíveis de interferirem entre si imediata e individualizadamente, gerando sucessivas operações. A negociação em contínuo assenta na prevalência da **regra da prioridade-preço** e, subsidiariamente, na regra da prioridade-tempo;
- **com base em chamadas diárias** – neste sistema de negociação apenas é possível a formação de um número de cotações diárias correspondente ao número de chamadas previstas para cada valor mobiliário. No nosso mercado encontra-se previsto um máximo de três chamadas diárias. Na negociação verifica-se um tratamento conjunto de todas as ofertas inseridas para cada valor mobiliário com vista ao estabelecimento da respectiva cotação. A negociação por chamada assenta na prevalência da **regra da maior quantidade transaccionável** e, subsidiariamente, na regra da prioridade-preço.

No quadro dos sistemas de negociação atrás enunciados, a formação das cotações pode ser estabelecida com recurso a um dos dois principais **modos de formação de cotações**:

- **viva-voz** – que consiste na apresentação oral das ofertas de compra e de venda; o fecho das operações é efectuada através do preenchimento de impresso próprio para o efeito (*borderaux*); este método apenas ainda subsiste nas bolsas de maior tradição como a NYSE.
- **automático** – que consiste na introdução em sistema informático apropriado das ofertas de compra e de venda, o fecho das operações é realizado automaticamente pelo sistema através do encontro de ordens; é o caso da BVLP.

Denomina-se “**ordem de bolsa**” o mandato relativo às operações de compra e venda em bolsa de quaisquer valores mobiliários. As ordens de bolsa, **podem ser verbais ou por escrito**, são **dadas aos corretores**<sup>5</sup>, directamente ou através de intermediário financeiro, os quais têm a incumbência de garantir a respectiva execução nas condições em que as mesmas lhes foram mandatadas. As ordens de bolsa **permanecem válidas até à última sessão de bolsa do mês** em que foram recebidas pelo corretor, salvo se o ordenante, houver expressamente fixado um período de validade diferente.

No que se refere aos vários **tipos de ordens** de bolsa ou categorias de ofertas, pode-se considerar as seguintes principais modalidades:

- **ofertas comuns** – são aquelas em que é expressamente indicado o preço e a quantidade a transaccionar;

---

<sup>5</sup> O termo “corretor” é utilizado de uma forma genérica e refere-se às sociedades corretoras (*brokers*) ou às sociedades financeiras de corretagem (*dealers*). Tratam-se de intermediários financeiros legal e estatutariamente autorizados a actuar no mercado, podendo prestar uma série de serviços, entre os quais o recebimento de ordens de bolsa. Os corretores são, efectivamente, os únicos agentes habilitados a intervir no mercado em bolsa.

- **ofertas de satisfação integral e imediata** – vulgarmente conhecidas por *fill or kill*, são aquelas que, indicando o necessariamente o preço e a quantidade, contêm, adicionalmente, uma instrução para anulação da oferta no caso de não serem imediata e integralmente satisfeitas;
- **ofertas com menção stop** – são aquelas em que o comitente, tratando-se de uma ordem de compra, se torna automaticamente comprador logo que a cotação indicada iguale ou exceda o preço limite estabelecido; tratando-se de uma ordem de venda, o comitente torna-se vendedor logo que a cotação praticada iguale ou desça abaixo do preço limite;
- **ofertas a qualquer preço** – são aquelas que, indicando a quantidade, não especificam qualquer limite de preço. Este tipo de ofertas são vulgarmente designadas como ofertas ao melhor.

## 2.5. Operações de *Short Selling*

As operações de ***short selling*** (vendas a descoberto) consistem na possibilidade que um investidor tem de vender determinados valores mobiliários sem os possuir. Este tipo de operações é, normalmente, motivado pela forte crença de que se irá verificar uma conjuntura caracterizada pela depreciação dos preços de mercado.

O raciocínio é simples. Existindo uma forte expectativa de queda dos preços, uma operação de venda de acções a descoberto irá proporcionar um encaixe superior ao que resultaria caso as acções

fossem vendidas mais tarde. O problema reside no facto de o investidor não possuir as acções para poder efectivar essa venda. Caso consiga que um intermediário financeiro lhe proceda ao empréstimo desses valores mobiliários, o investidor poderá efectuar a operação de venda dos mesmos a um terceiro interveniente. Na data de devolução dos valores mobiliários ao intermediário financeiro, o investidor terá de adquirir no mercado esses activos para cumprir com a sua parte do contrato. Se a descida dos preços se vier, de facto, a confirmar o investidor realizará um ganho correspondente ao diferencial entre o preço a que vendeu e o preço a que readquiriu, posteriormente, no mercado os activos. Caso as expectativas não se confirmem o nosso investidor registará uma perda com a operação.

Na legislação portuguesa, as operações de *short selling* encontram-se regulamentadas pela figura das operações em conta-margem.

### **3. Participantes nos Mercados Financeiros**

#### **3.1. Bancos de Investimento**

Banco de Investimento é uma instituição financeira, cuja principal **função** não é a captação de depósitos e a cedência de empréstimos como acontece com os Bancos Comerciais, mas sim **actividades ligadas ao mercado de capitais**. Entre essas actividades destacam-se:

##### **A. Serviços de Corporate Finance**

Prestação de serviços de consultoria/assessoria financeira a empresas através da oferta de:

- Consultoria em Fusões e Aquisições;
- Avaliação de empresas e projectos de investimento;
- Serviços de Engenharia Financeira na criação e desenvolvimento de estruturas inovadoras de financiamento, envolvendo a montagem de operações de emissão de obrigações, empréstimos sindicados ou ainda o recurso a produtos estruturados de cobertura de risco;
- Apoio no processo de internacionalização de empresas, identificação de oportunidades de investimento, procura de parceiros estratégicos locais e estrangeiros;
- Apoio em matéria fiscal;
- Assessoria em reestruturações financeiras;
- Alianças estratégicas;

- Assessoria a operações de privatização;
- Serviços de Project Finance;
- Operações no âmbito de Private Equity.

## **B. Operações no Mercado de Capitais**

A actividade desta área prende-se com a originação, montagem e distribuição de operações de mercado de capitais:

- Montagem e colocação de empréstimos obrigacionistas;
- Montagem e colocação de operações de aumento de Capital;
- Montagem e colocação de Empréstimos sindicados;
- Montagem e colocação de programas de papel comercial;
- Colocação de ofertas publicas de distribuição de acções – IPO's e OPV's;
- Compra e venda de títulos no mercado de capitais;

## **C. Gestão de Activos**

Os Bancos de Investimento, através da Sociedade de Patrimónios, disponibilizam serviços especializados com vista à implementação de estratégias de “asset allocation”, numa óptica de análise de Risco vs Rentabilidade especialmente ajustadas ao perfil de risco dos clientes.

### **3.2. Sociedades de Corretagem/Sociedades Financeiras de Corretagem**

As Sociedades de Corretagem/Sociedades Financeiras de Corretagem são entidades legalmente autorizadas a efectuar a compra e venda de títulos nos mercados de capitais onde estão autorizadas a operar, quer nacional quer internacional. Para efectuar essas operações recebem instruções dos investidores, quer particulares quer institucionais.

Actualmente as funções de uma Sociedade de Corretagem/Sociedade Financeira de Corretagem vão muito mais além do simples papel de intermediar operações nas bolsas de valores mobiliários. Assim, destaca-se:

- Elaboração de *researches* sobre empresas nacionais e internacionais cotadas, para informação aos clientes particulares e institucionais;
- Disponibilização de serviços de aconselhamento personalizado e adaptado aos parâmetros de investimento e risco definidos pelo Cliente;
- Gestão discricionária dos activos activos que compõem as carteiras dos clientes.

### **3.3. Fundos de Investimento**

Um fundo de investimento (mobiliário/imobiliário) corresponde a um conjunto de valores [(mobiliários/imobiliários) tais como títulos representativos de dívida e capital de entidades, públicas ou privadas e imóveis], que constitui um património autónomo, resultante da

agregação e da aplicação de poupanças de um vasto conjunto de pessoas, os **participantes do fundo**, que detêm parcelas desse património, **unidades de participação**, e que é gerido por profissionais especializados (Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento) e assistido comercialmente por entidades depositárias e por entidades colocadoras (Bancos Depositários e/ou Colocadores).

### **A. As Unidades de Participação**

A unidade de participação representa o investimento mínimo de cada participante no Fundo. A soma das unidades de participação de cada subscritor corresponde ao valor que cada participante detém no fundo. São fracções autónomas, de características idênticas, que, no seu conjunto, representam em qualquer momento o valor do património global de um fundo de investimento. Assim, a titularidade das unidades de participação corresponde à propriedade do fundo de investimento, na proporção representada por essas unidades de participação.

A cada unidade de participação corresponde um valor, calculado através da divisão do valor do património global de um fundo de investimento pelo número de unidades de participação emitidas. O valor da unidade de participação pode ser conhecido diariamente nos balcões dos bancos depositários e colocadores do fundo, através do boletim de cotações da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto e nas páginas da Internet das varias sociedades gestoras de fundos de investimento.

## **B. Vantagens do Investimento em FI**

Um fundo de investimento, ao agregar poupanças de muitos investidores (centenas ou mesmo milhares de investidores), permite a cada participante, individualmente, beneficiar de vantagens que, normalmente, só são acessíveis a investidores de grande dimensão. Assim, ao investir em fundos de investimento pode-se ter acesso a:

- Diversificação do risco - um fundo de investimento, pelos montantes que movimenta, pode investir nos diferentes mercados, sectores e empresas, tornando-se menos sensível ao desempenho negativo de um título particular (ou de um sector ou mesmo de um mercado), que poderá até ser compensado pelo bom desempenho de outro título, sector ou mercado;
- Gestão profissional - os fundos de investimento são geridos por profissionais qualificados, que acompanham constantemente os mercados financeiros, analisando tendências e identificando oportunidades de investimento;
- Liquidez - sendo a liquidez a capacidade de transformar os títulos (unidades de participação) em dinheiro, os fundos são instrumentos de elevada liquidez dado que não são necessários normalmente mais do que três dias úteis para efectuar essa conversão;
- Economias de escala - a entidade gestora, em virtude dos elevados montantes sob gestão, dispõe de um poder negocial que lhe permite realizar operações mais favoráveis que os investidores individuais (maiores proveitos) e reduzir as

comissões pagas aos intermediários financeiros (menores custos).

Além de tudo isto, o mercado dos fundos de investimento é um mercado regulamentado e supervisionado por entidades que asseguram o cumprimento das normas legais em vigor e que garantem o fornecimento de informação de qualidade ao mercado, protegendo assim os investidores.

### **C. Custos para os Investidores (participantes)**

Aos participantes nos Fundos de Investimento podem ser cobradas dois tipos de comissões:

- Comissão de subscrição - é aquela que é cobrada no momento da subscrição, sendo normalmente uma percentagem pré-fixada do valor da unidade de participação;
- Comissão de resgate - é aquela que é cobrada na data do resgate, sendo normalmente uma percentagem pré-fixada do valor da unidade de participação nessa data. Regra geral, esta comissão tende a diminuir para os prazos de investimento mais dilatados.

### **D. Custos para o Fundo de Investimento**

Aos fundos são cobradas as seguintes comissões:

- Comissão de Gestão - destina-se a remunerar a actividade da Sociedade Gestora e é calculada e debitada diariamente, sob a forma de uma percentagem pré-fixada sobre o valor do património total do Fundo;

- Comissão de Depositário - destina-se a remunerar a actividade do banco depositário e é igualmente calculada e debitada diariamente com base numa percentagem pré-fixada sobre o valor do património total do Fundo.

## **E. Tipologia de fundos de investimento:**

### ***Fundos de Tesouraria***

Os fundos de tesouraria são os fundos cuja política de investimentos está orientada para activos que se caracterizam por uma **elevada liquidez**. Deverão em permanência deter pelo menos 35% do seu valor global investido em valores mobiliários cujo prazo para a maturidade seja inferior a 12 meses. Regra geral, **possuem menor risco em comparação com os outros tipos de fundos**. A legislação vigente obriga-os a fazer investimentos em instrumentos de curto prazo, por norma de mais baixo risco. Os investimentos destes fundos efectuam-se basicamente em Bilhetes do Tesouro, Papel Comercial e outros Títulos do Tesouro e obrigações de baixo risco e grande liquidez.

### ***Fundos de Obrigações***

Os fundos de obrigações investem os seus activos principalmente em obrigações, detendo **pelo menos 30% do seu valor global investido em obrigações**. Possuem um risco acrescido relativamente aos fundos de tesouraria, mas tendem a proporcionar um maior rendimento.

---

A maioria dos fundos de obrigações possui um **risco de crédito**. Este risco contempla a possibilidade de as empresas emitentes, das quais o fundo possui obrigações, poderem vir a não satisfazer as suas dívidas.

Alguns fundos possuem risco de crédito muito reduzido: é o caso dos fundos que investem em obrigações emitidas pelos Estados soberanos. Os fundos de obrigações de taxa fixa incorrem também no risco de taxa de juro, o que significa que quando a taxa de juro aumenta, o valor de mercado das obrigações detidas pelo fundo pode baixar, gerando menos valias.

Os fundos de obrigações de longo prazo investem em obrigações de maior maturidade, conseqüentemente, os valores de mercado deste tipo de fundos sofrem maiores flutuações do que os fundos de obrigações de curto prazo.

### **Fundos de acções**

Os fundos de acções investem predominantemente em acções, variando a sua alocação consoante o mercado em que o fundo pretende investir. Podem haver fundos que investem em activos cotados em Bolsas nacionais, ou nas Bolsas de países da união europeia, outros nas Bolsas norte-americanas, outros nas Bolsas dos países da O.C.D.E., outros ainda em nas bolsas de mercados emergentes, etc.. **Pelo menos 80% da sua carteira deve permanecer investida em acções.**

Podem ser considerados como os fundos que possuem maior risco de investimento mas que, em contrapartida, oferecem um maior

rendimento. No curto prazo, os fundos de acções podem sofrer rápidas variações de preço, mas em termos de longo prazo, sempre foram considerados como o tipo de investimento que pode proporcionar maior rendibilidade.

Os fundos de acções podem ser classificados em nacionais, zona euro ou internacionais conforme a origem das acções que constituem a sua carteira.

### **Fundos de Fundos**

São os fundos constituídos exclusivamente por unidades de participação de outros fundos de investimento. Em vez de investirem directamente em títulos do mercado monetário e de capitais ou imobiliários, compram para as suas carteiras unidades de participação de outros fundos.

A exposição ao risco que apresentam é determinada pelo facto de comprarem unidades de participação de fundos com mais ou menos risco. São muito eficazes em termos de diversificação uma vez que reflectem, em cada momento, a melhor combinação de uma carteira de fundos de investimento para um determinado perfil de investidor, de acordo com o respectivo grau de risco.

### **Fundos Abertos**

É um fundo de investimento cujas unidades de participação são em número variável, emitindo e resgatando as unidades de participação em permanência. Deste modo, a qualidade de participante no fundo obtém-se, em qualquer momento, através da subscrição de unidades

de participação que o próprio fundo emite. Por outro lado, também, o participante pode, em qualquer momento, resgatar as unidades de participação, o que significa que o fundo de investimento vai entregar o seu valor ao participante e anular as unidades de participação resgatadas. Têm, por isso, liquidez permanente.

### **3.4. Fundos de Pensões:**

Um fundo de pensões corresponde a um património autónomo, que se destina a financiar um ou vários planos de pensões. Um O Plano de Pensões contém as normas que estabelecem os benefícios a conceder, assim como as condições necessárias à constituição do direito ao seu recebimento. O Fundo de Pensões é o veículo de financiamento desses benefícios, sendo constituído por activos de diferentes tipos (Bilhetes do Tesouro, obrigações, acções, depósitos bancários, imóveis, etc.).

#### ***Fundos de Pensões Abertos***

Qualquer pessoa, desde que aceite as condições constantes do contrato de criação do fundo, nomeadamente quanto a pagamentos, poderá fazer parte dele – o exemplo mais conhecidos é os PPR's, em que o investidor tem contribuição definida, mas não de benefício definido (não se sabe ao certo quanto se receberá na data de reforma, dependendo da rentabilidade obtida durante o período de investimento).

---

## ***Fundos de Pensões Fechados***

Só poderão ser participantes ou beneficiários sujeitos que estejam nas condições definidas no respectivo contrato. Por exemplo, se for um Fundo de Pensões de uma empresa ou de um grupo de empresas, só poderão estar abrangidos por ele os trabalhadores dessa empresa ou desse grupo de empresas, e, no caso de saírem dela, em muitos casos, perdem o direito a qualquer benefício.

---