

# A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS

Fernando Teixeira dos Santos  
Presidente da CMVM

## *Das origens ao final do século XIX*

Em Portugal, as referências mais remotas relativas ao aparecimento das bolsas centram-se na Idade Média. O desenvolvimento do comércio originou um maior contacto entre os comerciantes e a presença frequente de negociantes estrangeiros atraía os corretores que, pelo facto de falarem várias línguas, facilitavam as transacções de mercadorias. Em 1495 surge a primeira tentativa de regular a actividade dos corretores de Lisboa, e na segunda metade do século XVIII surgem as primeiras emissões de acções e os títulos de dívida pública moderna.

Com o regulamento de 1837, que consagra a existência de corretores de valores, e com a aprovação, em 18 de Setembro de 1833, do *Código Commercial Portuguez*, de Ferreira Borges, enquadra-se juridicamente a actividade comercial em geral, definem-se conceitos como *praça de commercio* ou *bolça* e estabelecem-se as regras de funcionamento das bolsas. O Código Comercial Português, de Veiga Beirão, aprovado em 28 de Junho de 1888, e o Regulamento das Bolsas de 1889, deram um impulso decisivo na criação das Bolsas de Valores, construindo o enquadramento regulamentar que previa a existência de segmentos nas bolsas para se negociarem valores mobiliários. O privilégio das transacções de mercadorias, realizadas em bolsa, deixou desde então de existir. É também com este código que se regulamentam, pela primeira vez, as operações a prazo. Finalmente, em Janeiro de 1891 e em Outubro de 1901, respectivamente, são criadas as Bolsas de Valores do Porto (BVP) e de Lisboa (BVL).

Em 1891 surge, provavelmente, a primeira grande crise financeira com características contemporâneas. O mercado de capitais português é largamente atingido e os reflexos da conjuntura recessiva atingem a maior parte dos títulos cotados na BVL, especialmente os da dívida pública do Estado português.

## *Do início do século XX ao 25 de Abril de 1974*

Em 10 de Outubro de 1901 são aprovados o Regimento do Ofício do Corretor, que prevê a existência de uma categoria de corretores dedicados em exclusivo à intermediação dos negócios com valores e o Regulamento de Bolsa, que admite, pela primeira vez, a especificidade jurídica do mercado de valores mobiliários. São regulamentadas as operações a contado e a prazo, as datas de liquidação das transacções, os lotes mínimos e máximos, são previstas operações sobre produtos derivados e são regulamentados os horários de negociação. Estes dois documentos assumem uma importância central no mercado de capitais português e a sua vigência estende-se, salvo alguns acertos de pormenor, ao longo de 73 anos, praticamente até à Revolução de Abril de 1974.

Durante este período, o mercado de títulos português mostra-se geralmente pouco activo, a avaliar pelo facto de a grande maioria dos títulos, nomeadamente as acções, não serem objecto de negociação. Só muito esporadicamente são registadas as cotações das acções no boletim da Bolsa, exceptuando as acções das mais importantes sociedades ligadas ao sector financeiro, as acções das sociedades ligadas à distribuição de água, electricidade e gás, e as chamadas “companhias coloniais”, que formam cotação com

mais frequência. No sector obrigacionista, as transações dos títulos de dívida pública e das grandes companhias são as mais frequentes, formando-se cotações para estes papéis em todas as sessões de Bolsa.

Após o período de apatia que se sente no período conturbado da implantação da República e da I Guerra Mundial, segue-se um momento de retoma da actividade bolsista no pós-guerra, multiplicando-se os pedidos das sociedades para admitirem as suas acções à cotação. As acções das sociedades cotadas mais importantes experimentam fortes valorizações, entrando em queda pronunciada após o *crash* bolsista de 1929. Como resposta à grande depressão, nos Estados Unidos da América são publicados em 1933 e 1934, respectivamente, o *Securities Act* e o *Securities Exchange Act*, e é criada a instituição de supervisão e regulação dos mercados e dos valores mobiliários: a *Securities and Exchange Commission* (SEC). É com base no modelo da SEC que se multiplica, um pouco por todo o mundo, a criação de entidades de supervisão e regulação dos mercados e dos valores mobiliários. Em Portugal, só 57 anos mais tarde surge a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM).

O mercado de capitais português experimenta um novo período de recuperação a partir de 1932, que a II Guerra Mundial interrompe. O ano de 1948 marca uma nova crise com profundos efeitos negativos no funcionamento do mercado de capitais em Portugal. A Câmara dos Corretores chama a atenção para a queda geral do volume das operações, propondo, como forma de reanimar o mercado, a venda de propriedades em bolsa e a realização de leilões de títulos não cotados. Também a realização de operações a prazo se mostra, aos olhos dos corretores, pernicioso para o mercado de capitais. O corretor Henrique de Barros Gomes considera que as operações a prazo podem contribuir gravemente para o estado depressivo do mercado de títulos, no sentido de que estas permitem a venda, com intuítos especulativos, de títulos de que se não é detentor, afectando as cotações e prejudicando gravemente os interesses dos possuidores de títulos que os adquirem a dinheiro. A 13 de Janeiro de 1950 é realizado em Bolsa o último conjunto de negócios a prazo em Portugal, só retomados com a negociação dos contratos de futuros OT-10 e PSI-20 na Bolsa de Derivados do Porto, aquando da sua inauguração oficial em 20 de Junho de 1996.

O crescimento económico extraordinário da economia portuguesa na década 60 e nos primeiros anos da década de 70 permite o ressurgimento do mercado de capitais, que conhece uma vigorosa actividade a partir de 1972 e até à Revolução de Abril. Contudo, as estruturas obsoletas da BVL não estão preparadas para assimilar o grande aumento do volume de negócios e dão origem a graves problemas de liquidação de operações, surgindo, inevitavelmente, irregularidades nas cotações dos valores. A promulgação, em 14 de Janeiro de 1974, do Decreto-Lei nº 8/74, surge como tentativa de dar resposta a este problema, reformando a orgânica e as regras de funcionamento das bolsas de valores.

### ***Do 25 de Abril de 1974 aos dias de hoje***

A recessão económica internacional causada pelo choque petrolífero de 1973 permite antever dias difíceis para o mercado de capitais português. Esses dias chegam, de facto, mas por razões diferentes. A tomada do poder político pelos militares em 25 de Abril de 1974 constitui um rude golpe para as Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto. Estas encerram de imediato, sendo que a primeira só reabre em 12 de Janeiro de 1976 para a realização de transacções com obrigações, e em 28 de Fevereiro de 1977, para os negócios com acções. A BVP reabre em 2 de Janeiro de 1981.

A maior parte das sociedades cotadas é nacionalizada após o encerramento das Bolsas e quando a BVL reabre definitivamente, apenas algumas pequenas companhias se encontram cotadas. No mercado primário de valores mobiliários não se assistem a emissões de acções até 1981. Apenas as obrigações de dívida pública e de empresas nacionalizadas e públicas são emitidas no mercado, com vista à subscrição pública. Contudo, o financiamento junto do mercado de capitais tem pouca expressão, quando comparado com o recurso ao crédito bancário e com as transferências orçamentais por parte do Estado.

*Peso da capitalização bolsista no PIB, para o mercado nacional - pós 25 de Abril de 1974.*

Ano	1976	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	2000
Percentagem	4,9	6,9	4,9	6,5	5,1	4,4	6,0	5,3	5,3	6,1	13,7	28,8	23,9	32,7	28,4	36,4	38,2	49,9	51,7	55,6	63,4	80,3	97,1	110,2	152,9

FONTE: BVL - Estudos e artigos; Dathis; www.dgep.pt

Um dos aspectos fundamentais de mudança no mercado de capitais português ocorre em 1985, quando o Ministro das Finanças, Miguel Cadilhe, convida directamente um conjunto de empresas a entrar na Bolsa, conferindo um importante pacote de benefícios fiscais tanto a emitentes como a investidores<sup>1</sup>. A promulgação de um conjunto sucessivo de diplomas na segunda metade da década de 80 permite dinamizar o mercado português, assistindo-se, por exemplo, à regulação do mercado primário e das ofertas públicas e à extinção dos corretores individuais, existentes desde a Idade Média. Até ao *crash* bolsista internacional de Outubro de 1987, o volume transaccionado de valores mobiliários atinge números verdadeiramente notáveis. Com efeito, se em 1984 as transacções com acções atingem os 482 mil contos, esse valor passa para os 197,5 milhões de contos em 1987.

Na ressaca da crise de 1987, o mercado nacional fica bastante abalado e o seu crescimento é colocado em causa pelo sentimento de descrédito e desconfiança por parte dos investidores. No sentido de recuperar a credibilidade do mercado, as autoridades portuguesas criam a figura do Auditor-Geral do Mercado de Títulos, encarregue da supervisão dos intervenientes no mercado, e recriam o Conselho Nacional das Bolsas de Valores (CNBV), encarregue de informar e aconselhar o Ministro das Finanças sobre assuntos relacionados com o mercado de valores mobiliários. É no âmbito do CNBV que se cria, em Junho de 1988, uma secção especializada com vista à elaboração de um pacote de estudos que permite avançar com a reforma legal, institucional e operativa do mercado de capitais.

Assim, em 10 de Abril de 1991 o Decreto-Lei nº 142-A/91 cria o Código do Mercado de Valores Mobiliários<sup>2</sup>, pensado no contexto da nova realidade da economia portuguesa após a adesão à CEE. Os mercados de valores mobiliários são desestatizados, desregulamentados e liberalizados; as Bolsas, até então detidas pelo Estado, passam para a propriedade e administração das Associações de Bolsa; o mercado de balcão é regulado pela primeira vez de forma sistemática. Relativamente ao mercado primário, é eliminada a necessidade de autorização administrativa para as ofertas públicas e tomam-se medidas rigorosas no que respeita ao vector da informação, adoptando-se o princípio do *full disclosure*. Redobra-se também a atenção prestada ao sistema de registo, controlo e depósito dos valores mobiliários e à compensação e liquidação das operações, que graves problemas tinham causado durante os *booms* de 1973 e 1987; tratam-se com especial acuidade os enquadramentos sancionatórios dos ilícitos de mercado, designadamente o *insider trading* e a manipulação do mercado. E, de

<sup>1</sup> Nos anos de 1986 e 1987 têm lugar 88 ofertas públicas iniciais de subscrição.

<sup>2</sup> Vulgarmente conhecido por Código Sapateiro, em referência ao seu principal autor.

importância fundamental, cria-se a entidade responsável pela regulação, supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários: a CMVM.

Com a implementação da lei Sapateiro e o ambicioso programa de privatizações levado a cabo pelo Governo a partir de 1989, o mercado de capitais português entra rapidamente numa fase de crescimento sem paralelo, que culmina com a atribuição pela *Morgan Stanley Capital International* do estatuto de mercado desenvolvido em Novembro de 1997. Com efeito, a realização de várias ofertas públicas de venda (OPV) de grandes empresas nacionais permite que o mercado de capitais obtenha uma dimensão que de outra forma seria improvável. Este programa de privatizações permite também o alargamento da sua base de investidores particulares e institucionais e a possibilidade de diversificação sectorial, uma vez que, antes daquelas operações, o mercado português era maioritariamente composto por acções de empresas do sector financeiro.

Em Julho de 1993 a BVP pede formalmente permissão à CMVM para implementar um mercado organizado de futuros e opções, e em Março do ano seguinte é estabelecido um acordo de especialização de mercados, ficando a BVL com a responsabilidade de desenvolvimento do mercado a contado e a BVP, mais tarde redenominada Bolsa de Derivados do Porto, com o do mercado de produtos derivados. Ainda em 1994, em Junho, é criado o Mercado Especial de Operações por Grosso destinado ao registo de transacções de grandes lotes de obrigações. Em Julho de 2000 as transacções com obrigações da dívida pública passam a ser efectuadas no Mercado Especial de Dívida Pública.

O crescimento extraordinário do mercado português na década de 90 deve ser visto numa perspectiva integrada de desenvolvimento dos mercados europeus, cada vez mais ligados entre si. Com efeito, o negócio das bolsas europeias vive um dos períodos mais inolvidáveis da sua história. A capitalização bolsista e o volume de transacções das bolsas europeias têm vindo a aumentar significativamente. Para tal, têm concorrido a diminuição da taxa de rendibilidade dos produtos financeiros tradicionais; decisões estratégicas empresariais, nomeadamente os processos de fusões e aquisições, que têm como epílogo a emissão de novas acções; a alteração do perfil do investidor europeu, que passa a privilegiar valores mobiliários com maior risco; iniciativas dos intermediários financeiros a colocar a inovação financeira ao serviço quer dos investidores, quer das empresas; a estratégia comercial das bolsas, com particular destaque para a maior divulgação dos produtos transaccionados nos seus sistemas de negociação e as iniciativas de criação de novos mercados; e a eliminação do risco cambial no espaço europeu.

*Capitalização Bolsista em ações - 1993/2000*

Valores: em bilhões de dólares

Bolsa	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Taxa de Crescimento Média Anual
Lisboa	12,4	16,2	18,4	24,5	39,0	62,5	68,1	112,6	39%
Madrid	118,9	123,6	150,9	241,0	290,4	399,8	431,6	504,2	24%
Paris	455,5	452,0	500,0	587,0	676,3	984,9	1.503,0	1.446,6	20%
Londres	1.150,6	1.145,3	1.346,6	1.642,6	1.996,2	2.372,7	2.855,4	2.577,0	13%
Cap. Bolsista das 4 Bolsas	1.737,3	1.737,2	2.015,9	2.495,0	3.001,8	3.820,1	4.858,1	4.640,4	
<i>Importância de cada uma das Bolsas - 1993/2000</i>									
Lisboa	0,7%	0,9%	0,9%	1,0%	1,3%	1,6%	1,4%	2,4%	
Madrid	6,8%	7,1%	7,5%	9,7%	9,7%	10,5%	8,9%	10,9%	
Paris	26,2%	26,0%	24,8%	23,5%	22,5%	25,8%	30,9%	31,2%	
Londres	66,2%	65,9%	66,8%	65,8%	66,5%	62,1%	58,8%	55,5%	

fonte: FIBV; BVLP

nota: o valor de 2000 da Bolsa de Paris é na realidade referente à Euronext Paris

*Volume de Transações em ações - 1993/2000*

Valores: em bilhões de dólares

Bolsa	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Lisboa (TSV)	2,4	5,2	4,2	7,2	20,8	50,1	40,5	54,7
Madrid (TSV)	42,5	54,9	54,0	79,9	138,7			
Madrid (REV)						640,3	738,7	1.032,5
Paris (TSV)	170,4	202,1	213,2	282,0	414,3	587,9	770,1	1.061,7
Londres (REV)	865,9	1.029,3	1.153,2	1.413,2	1.989,5	2.888,0	3.399,4	4.545,0

fonte: FIBV

nota: TSV: Trading System View; REV: Regulated Environment View.

A globalização dos mercados de valores mobiliários impõe a necessidade de adopção de uma regulamentação flexível, por forma a não comprometer a integração do mercado português. Neste domínio, o novo Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99 de 13 de Novembro, procura concretizar cinco ideias principais: codificar, simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar. Ainda em 1999, é aprovado o novo regime jurídico que reestrutura e reorganiza as entidades gestoras de mercado de valores mobiliários, procedendo à sua desmutualização, dando-se assim origem à BVLP - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, SA., em resultado da fusão entre a Associação da BVL e a Associação da BDP.

Num momento em que se fala em concentração das bolsas europeias, será da maior importância que a Bolsa Portuguesa não perca de vista a rota dos fluxos de capitais europeus e mundiais. É que, tal como no passado, existe agora uma rota do progresso que pode ser perfeitamente interpretada como a rota das especiarias do século XXI. Estou convencido que a BVLP vai conseguir ultrapassar esse grande desafio.

### **Bibliografia**

ALPALHÃO, Rui e FORTUNATO, Sérgio, “Portuguese equities: looking ahead”, in *The Euromoney Guide to Equity Capital Markets 2000*, 1999, pp. 115-121.

CARVALHO, M. Irene, “O Mercado Bolsista Nacional: de 1973 à UEM”, in *Bolsa de Valores de Lisboa-Estudos e Artigos*, Agosto 1998, pp. 5-13.

FERREIRA, Amadeu José, *Direito dos Valores Mobiliários*, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, Lisboa, 1997, pp. 75-83.

JUSTINO, David, *História da Bolsa de Lisboa*, Edições Inapa, Lisboa, 1994.

NABAIS, Carlos, *O que é a Bolsa?*, Editorial Presença, Lisboa, 1987, pp. 17-28.