



CMVM

---

**CUSTOS  
DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA  
EM PORTUGAL:  
O INVESTIMENTO EM ACÇÕES**

---

**JANEIRO DE 2006**

---

## NOTA PRÉVIA

---

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), no cumprimento da sua missão de protecção dos investidores e de promoção do mercado de capitais, tem vindo a adoptar e a propor medidas destinadas a conferir maior transparência e, em consequência, maior credibilidade ao mercado português.

Uma vez que o acesso dos investidores ao mercado depende da prestação de serviços pelos intermediários financeiros (nomeadamente os serviços de corretagem, guarda de títulos e pagamento de dividendos), a transparência sobre o preço desses serviços constitui também um importante factor de credibilização do mercado.

Assim, com o objectivo de avaliar a importância relativa da totalidade dos custos suportados pelos investidores e tornar comparáveis os preços praticados pelos intermediários financeiros, a CMVM promoveu a realização deste estudo. Nele são identificados os tipos de custos suportados pelos investidores que compram e vendem acções, são efectuados o levantamento e a análise comparativa dos tarifários de todos os intermediários financeiros <sup>1</sup>, é analisado o impacto dos encargos em vários cenários hipotéticos e é comparado o custo praticado pelos intermediários financeiros portugueses para investimentos em valores cotados no mercado português e em valores cotados no estrangeiro.

Sublinhe-se que deste trabalho não pode depreender-se qualquer sugestão ou conselho da CMVM relativamente à composição ou montante ou prazo de uma qualquer carteira de títulos.

---

<sup>1</sup> O levantamento teve por base os preços dos intermediários financeiros em Dezembro de 2005

# Í N D I C E

1.	Introdução .....	7
2.	Definição dos Custos de Intermediação Financeira.....	8
3.	Os Custos de Investir em Acções: O Caso do Mercado Nacional de Acções .....	9
4.	Comparação dos Custos de Intermediação de Investimentos em Valores Mobiliários Cotados no Mercado Português e Valores Mobiliários Cotados em Mercados Internacionais.....	17
5.	Custos incorridos pelos Intermediários Financeiros .....	24
5.1.	Negociação (Euronext).....	24
5.2.	Compensação (Clearnet) .....	24
5.3.	Liquidação e Sistema Centralizado (Interbolsa).....	25
5.4.	Custos Totais .....	25
6.	Conclusões.....	27

## 1. INTRODUÇÃO

O investimento em valores mobiliários acarreta diversos tipos de custos para os investidores que nem sempre são directamente mensuráveis, como o tempo e esforço dispendidos na aquisição de informação, no acompanhamento dos mercados e na monitorização dos investimentos.

Contudo, outros encargos como o preço dos serviços de intermediação financeira (comissões de corretagem, comissões de custódia, etc.) e impostos associados podem ser medidos. A possibilidade de os quantificar permite uma comparação da sua evolução e da forma como variam em função dos intermediários financeiros utilizados e dos montantes investidos.

Este estudo quantifica os custos que recaem sobre investidores em acções, para investimentos efectuados **através da Internet** e incide em particular sobre o caso dos **pequenos investidores em acções**, uma vez que os preços cobrados pelos intermediários financeiros (IF's) têm, sobre estes, um impacto proporcionalmente superior.

Após uma definição dos custos de intermediação financeira (secção 2), é feito o levantamento das comissões e impostos resultantes de investimentos direccionados para valores mobiliários cotados na Euronext Lisbon (secção 3). Comparam-se seguidamente os custos de intermediação financeira que resultam de investimentos no mercado nacional com os relativos ao investimento em mercados estrangeiros (secção 4). Apresentam-se depois os custos incorridos pelos próprios intermediários financeiros. O estudo é finalizado com a formulação de conclusões.

## 2. DEFINIÇÃO DOS CUSTOS DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

Os custos de intermediação financeira incluem as comissões de corretagem, as comissões de custódia, as comissões de pagamento de dividendos, as despesas de portes e expediente associadas ao serviço de pagamento de dividendos e as despesas de participação em assembleias-gerais <sup>2</sup>. Associados a estes custos há ainda a considerar impostos e taxas fiscais e parafiscais.

- **Comissão de corretagem:** trata-se da comissão cobrada pelo intermediário financeiro que recebe a ordem. Sobre esta comissão incide imposto de selo à taxa de 4%. Alguns intermediários financeiros cobram a comissão de corretagem ainda que a ordem não seja executada ou seja alterada.
- **Comissão de bolsa:** esta comissão é paga pelo intermediário financeiro à bolsa mas é incorporada no valor total da comissão de corretagem pago pelo investidor. A comissão de bolsa incorporada no preço para o investidor é usualmente de 2 Euro por negócio na Euronext Lisbon.
- **Comissão sobre pagamento de dividendos:** o intermediário financeiro cobra geralmente uma percentagem do dividendo líquido, existindo valores mínimos para esta comissão. Adicionalmente acresce uma taxa de IVA de 21%.
- **Comissão de custódia:** trata-se da comissão que o intermediário financeiro cobra “por guardar” as acções. Adicionalmente acresce uma taxa de IVA de 21%.

---

<sup>2</sup> Este estudo não considera as despesas de porte e expediente associadas ao serviço de pagamento de dividendos em virtude de não ter sido possível recolher informação para todos os intermediários financeiros. As despesas de participação em assembleias-gerais também não são consideradas. As carteiras construídas nas próximas secções não permitiriam, em geral, a participação do pequeno investidor nas assembleias-gerais. De facto, para poder participar nas assembleias-gerais é necessário deter um número mínimo de acções (100 da EDP, 1000 do BCP, 500 da Brisa e 500 da PT).

### 3. OS CUSTOS DE INVESTIR EM ACÇÕES: O CASO DO MERCADO NACIONAL DE ACÇÕES

Nesta secção simulam-se os custos que os pequenos investidores enfrentam quando investem em acções de emitentes portugueses cotadas na Euronext Lisbon. Os custos incluídos são os seguintes: comissões de corretagem, comissões de custódia de títulos, comissões de pagamento de dividendos e impostos ligados a estes serviços prestados pelos intermediários financeiros (IVA e imposto de selo). Admite-se ainda o pagamento de IRS sobre os dividendos, ignorando-se, no entanto, o imposto sobre mais valias já que irá depender da situação fiscal de cada investidor.

A simulação assenta nas seguintes hipóteses:

1. Um pequeno investidor adquire um cabaz de acções em 14-12-2005 que só vai alienar em 13-12-2006 (considera-se que as ordens são ao melhor e executadas numa só transacção; esta hipótese é plausível uma vez que os montantes investidos são relativamente baixos e os títulos considerados são bastante líquidos). O investidor tem uma estratégia de *buy and hold*, pelo que não irá alterar a composição da sua carteira até 13-12-2006. Relativamente à comissão de corretagem é necessário considerar duas transacções (a compra em 14-12-2005 e a venda em 13-12-2006). No entanto, o preço futuro dos títulos é desconhecido e como tal foi necessário recorrer a uma simplificação, isto é, admitiu-se a inexistência de mais ou menos valias. Por outro lado, admitiu-se a manutenção dos actuais preçários dos intermediários financeiros até à alienação dos títulos em 13-12-2006. Finalmente, não se considera o efeito decorrente de os fluxos financeiros se reportarem a momentos distintos no tempo.
2. Os títulos escolhidos para este cabaz foram os seguintes: Portugal Telecom, BCP, EDP e BRISA. Esta escolha é sustentada pelo peso destas acções no PSI-20 e pela sua liquidez. Adicionalmente considerou-se que a carteira iria conter os quatro títulos na mesma proporção.

**Quadro 1: Carteira do investidor representativo:**

	Peso na carteira
BCP	25%
E.D.P.	25%
TELECOM-N.	25%
BRISA	25%

3. Neste exercício foram consideradas três alternativas de investimento: 2500 Euro (o investimento mínimo para a abertura de conta em alguns I.F.'s), 5000 Euro e 10000 Euro.

**Quadro 2: Número de acções adquiridas:**

	I=2500	I=5000	I=10000
Portugal Telecom	77	155	309
BCP	298	595	1190
BRISA	90	179	358
EDP	246	492	984

**Quadro 3: Valor investido em cada título:**

	I=2500	I=5000	I=10000
Portugal Telecom	625	1250	2500
BCP	625	1250	2500
BRISA	625	1250	2500
EDP	625	1250	2500

4. Os dividendos ilíquidos dependem do valor do investimento, e encontram-se apresentados no Quadro 4 (admitiu-se que seriam idênticos aos distribuídos por estes emitentes em 2005).

**Quadro 4: Dividendos ilíquidos pagos por cada título:**

	I=2500	I=5000	I=10000
Portugal Telecom	27,1	54,1	108,3
BCP	9,8	19,6	39,3
BRISA	24,2	48,4	96,7
EDP	22,7	45,5	90,9
<b>TOTAL</b>	<b>83,8</b>	<b>167,6</b>	<b>335,2</b>

5. Foram analisados os preçários dos intermediários financeiros que exercem a actividade de recepção de ordens através da Internet:

**Quadro 5: Intermediários Financeiros autorizados pela CMVM  
para receber ordens via *Internet***

N.º Registo	Designação do Intermediário Financeiro	Denominação do Serviço	Endereço do Sítio na Internet
102	Caixa - Banco de Investimento, S.A.	Caixadirecta invest	www.cgd.pt (acesso através do serviço Caixadirecta on-line )
105	Banco Comercial Português, S.A.	Millenniumbcp	www.millenniumbcp.pt
107	Banco Espírito Santo, S.A.	BESnet/BESnet Negócios	www.bes.pt
112	Banco Internacional de Crédito	Bicnet	www.bic.pt
116	Banco ActivoBank (Portugal), S.A.	activobank7.pt	www.activobank7.pt
124	Caixa Económica Montepio Geral, S.A.	Net24	www.montepiogeral.pt (net24.montepiogeral.pt)
125	Caixa Geral de Depósitos, S.A.	Caixadirecta on-line	www.cgd.pt (caixadirecta.cgd.pt)
130	Banco Santander Totta, S.A.	NetBanco Particulares / NetBanco Empresas	www.tottaparticulares.com www.tottaempresas.com www.santanderempresas.com www.santanderparticulares.com
133	Banco Popular Portugal, S.A.	Banc@Online	www.bancopopular.pt
140	Banco Português de Investimento, S.A.	BPI Online	www.bpionline.pt
169	L. J. Carregosa - Soc. Financ. de Corretagem, S.A.	site da L. J. Carregosa	www.ljcarregosa.pt
170	Banif - Banco de Investimento, S.A	Binvestor	www.binvestor.com
178	Crédito Agrícola Dealer - Soc. Fin. Corretagem, S.A.	NetInvest CA Futuros	www.netinvest.pt www.ca-futuros.pt ou www.cafuturos.pt
212	Barclays Plc - Sucursal em Portugal	BarclaysNet	www.barclays.pt
263	Banco de Investimento Global, S.A.	bigonline	www.bigonline.pt
285	Banco BEST - Banco Electrónico Serv. Total, S.A.	bancobest.pt	www.bancobest.pt
288	Finibanco, S.A.	Finibanco onLine	www.titulodirecto.pt www.finibanco.pt
294	Banco Espírito Santo dos Açores, S.A.	BESnet dos Açores	www.besdosacores.pt
300	Banco BPI, S.A.	BPI Net / BPI Net Bolsa	www.bancobpi.pt (www.bpinet.pt)

## RESULTADOS

Os resultados obtidos para cada IF encontram-se no Quadro 6. Este quadro mostra a porção do investimento inicial que é absorvido pelas comissões de intermediação (comissões de corretagem, de custódia, e de pagamento de dividendos) e encargos fiscais (IVA, imposto de selo e IRS sobre dividendos - excluindo-se qualquer tributação de mais valias).

**Quadro 6: Custos associados ao investimento em valores mobiliários, em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	4,38%	2,57%	1,67%
Banco Popular	3,97%	2,32%	1,52%
BANIF	4,11%	2,42%	1,58%
Barclays	6,15%	3,41%	2,04%
BCP	5,01%	2,89%	1,83%
BES	4,21%	2,44%	1,56%
BES Açores	4,51%	2,59%	1,73%
BEST	4,00%	2,34%	1,50%
BIC	5,82%	3,25%	2,06%
BIG	4,23%	2,45%	1,88%
BPI	5,34%	3,00%	1,84%
Caixa Directa	3,79%	2,31%	1,69%
LJCarregosa	3,92%	2,30%	1,48%
Montepio Geral	3,92%	2,30%	1,48%
NETINVEST	3,40%	2,04%	1,35%
Título Directo	4,19%	2,43%	1,75%
Totta	4,59%	2,63%	1,65%
<b>Média</b>	<b>4,44%</b>	<b>2,57%</b>	<b>1,68%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>2,75%</b>	<b>1,37%</b>	<b>0,71%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,37%</b>	<b>0,20%</b>
<b>Coefficiente de Variação</b>	<b>0,167</b>	<b>0,144</b>	<b>0,119</b>

Em termos médios, para um investimento de 2500 Euro um pequeno investidor gasta 4,44% do investimento inicial (i.e., 111 Euro) em comissões e impostos. Estes custos médios montam a 2,57% (128,5 Euro) e 1,68% (168 Euro), respectivamente, para carteiras de 5000 e 10000 Euro. Assim, constata-se que o impacto das comissões e impostos é proporcionalmente mais elevado para pequenos investimentos em virtude da existência de comissões fixas, que não dependem dos montantes investidos. Desta forma possível obter “economias de escala” quando os investimentos são mais avultados. Por outro lado, a variabilidade (medida quer pelo coeficiente de variação, quer pelo desvio-padrão) dos custos incorridos também diminui com o montante de investimento, o que significa que os intermediários financeiros têm comportamentos tanto mais heterogêneos quanto menores forem os investimentos efectuados pelos pequenos investidores.

Uma análise mais fina aos custos associados ao investimento em valores mobiliários é efectuada de seguida. Assim, analisam-se separadamente os custos de *trading* e os de custódia (e pagamento de dividendos), mas apenas no que respeita à receita do IF (ie, não se inclui o IVA nem o imposto de selo). Quanto aos primeiros, variam entre 1,28% e 3,20% para carteiras de 2500 Euro. Por outro lado, o comportamento dos I.F. é mais homogéneo para as carteiras de 10000 Euro.

**Quadro 7: Custos associados ao investimento em valores mobiliários: comissão de corretagem (excluindo imposto de selo) em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	2,56%	1,28%	0,64%
Banco Popular	1,60%	0,80%	0,40%
BANIF	2,88%	1,44%	0,72%
Barclays	1,60%	0,80%	0,40%
BCP	2,88%	1,44%	0,72%
BES	2,08%	1,04%	0,52%
BES Açores	2,24%	1,12%	0,66%
BEST	1,87%	0,94%	0,47%
BIC	2,24%	1,12%	0,66%
BIG	1,90%	0,95%	0,80%
BPI	3,20%	1,60%	0,80%
Caixa Directa	1,28%	0,72%	0,56%
LJCarregosa	1,60%	0,80%	0,40%
Montepio Geral	2,08%	1,04%	0,52%
NETINVEST	2,24%	1,12%	0,56%
Título Directo	1,57%	0,78%	0,59%
Totta	1,92%	0,96%	0,48%
<b>Média</b>	<b>2,10%</b>	<b>1,06%</b>	<b>0,58%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>1,92%</b>	<b>0,88%</b>	<b>0,40%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>0,53%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,13%</b>
<b>Coefficiente de Variação</b>	<b>0,252</b>	<b>0,245</b>	<b>0,224</b>

A expressiva variabilidade das comissões de custódia e pagamento de dividendos (aferida pelo coeficiente de variação) resulta fundamentalmente da significativa diferença entre as duas instituições que praticam os preços mais altos e as duas que praticam os preços mais baixos. Os restantes 13 intermediários financeiros apresentam custos de custódia mais homogéneos. Note-se ainda que as comissões médias de corretagem são 55%-65% superiores às comissões médias de custódia e pagamento de dividendos.

**Quadro 8: Custos associados ao investimento em valores mobiliários: comissões de custódia de títulos e pagamento de dividendos (excluindo IVA) em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	0,88%	0,48%	0,28%
Banco Popular	1,40%	0,70%	0,37%
BANIF	0,45%	0,25%	0,15%
Barclays	3,20%	1,60%	0,80%
BCP	1,20%	0,64%	0,36%
BES	1,20%	0,60%	0,30%
BES Açores	1,32%	0,66%	0,33%
BEST	1,20%	0,60%	0,30%
BIC	2,40%	1,20%	0,60%
BIG	1,36%	0,68%	0,34%
BPI	1,20%	0,60%	0,30%
Caixa Directa	1,52%	0,76%	0,38%
LJCarregosa	1,36%	0,68%	0,34%
Montepio Geral	0,96%	0,48%	0,24%
NETINVEST	0,40%	0,20%	0,10%
Título Directo	1,21%	0,61%	0,30%
Totta	1,65%	0,82%	0,41%
<b>Média</b>	<b>1,35%</b>	<b>0,68%</b>	<b>0,35%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>2,80%</b>	<b>1,40%</b>	<b>0,70%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,32%</b>	<b>0,16%</b>
<b>Coefficiente de Variação</b>	<b>0,481</b>	<b>0,471</b>	<b>0,457</b>

Uma questão interessante é a de saber se o investimento em acções é ou não compensador do ponto de vista financeiro. Ou seja, saber se os dividendos a que o investidor tem direito (uma vez que se admite inexistência de mais ou menos valias) são superiores aos encargos suportados. Conclui-se que os dividendos ilíquidos são insuficientes para compensar as comissões e os encargos fiscais, no caso de o investimento ser inferior ou igual a 2500 Euro (ver Quadro 9). Dito de outro modo, nas condições admitidas até aqui, é necessário uma carteira de investimentos de montante superior a 2500 Euro (e inferior a 5000 Euro) para que se atinja o “break even”.

**Quadro 9: Dividendos líquidos deduzidos dos custos associados ao investimento (incluindo impostos), em percentagem do investimento inicial (a) e custos associados ao investimento em proporção dos dividendos líquidos (b)**

	(a)			(b)		
	I=2500	I=5000	I=10000	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	-1,02%	0,78%	1,68%	130,54%	76,72%	49,81%
Banco Popular	-0,62%	1,03%	1,83%	118,45%	69,23%	45,40%
BANIF	-0,75%	0,93%	1,78%	122,51%	72,16%	46,99%
Barclays	-2,80%	-0,06%	1,31%	183,42%	101,71%	60,86%
BCP	-1,66%	0,46%	1,52%	149,59%	86,24%	54,57%
BES	-0,86%	0,91%	1,80%	125,51%	72,76%	46,39%
BES Açores	-1,16%	0,76%	1,62%	134,52%	77,26%	51,65%
BEST	-0,65%	1,02%	1,85%	119,38%	69,69%	44,84%
BIC	-2,47%	0,11%	1,29%	173,72%	96,86%	61,42%
BIG	-0,88%	0,90%	1,47%	126,11%	73,06%	56,11%
BPI	-1,98%	0,35%	1,52%	159,15%	89,58%	54,79%
Caixa Directa	-0,44%	1,04%	1,66%	113,20%	69,00%	50,49%
LJCarregosa	-0,57%	1,05%	1,87%	117,04%	68,53%	44,28%
Montepio Geral	-0,57%	1,06%	1,87%	116,95%	68,47%	44,24%
NETINVEST	-0,05%	1,32%	2,00%	101,53%	60,76%	40,38%
Título Directo	-0,84%	0,92%	1,60%	125,03%	72,51%	52,28%
Totta	-1,24%	0,72%	1,70%	136,99%	78,49%	49,25%
<b>Média</b>	<b>-1,09%</b>	<b>0,78%</b>	<b>1,67%</b>	<b>132,57%</b>	<b>76,65%</b>	<b>50,22%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>2,75%</b>	<b>1,37%</b>	<b>0,71%</b>	<b>81,90%</b>	<b>40,95%</b>	<b>21,04%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,37%</b>	<b>0,20%</b>	<b>22,01%</b>	<b>10,93%</b>	<b>5,95%</b>

Uma questão associada é a de saber se, perante a inexistência de qualquer negociação, os dividendos líquidos de impostos são suficientes para pagar os encargos relacionados com a custódia de títulos e o pagamento de dividendos <sup>3</sup>. Em duas situações a resposta é negativa (quadro 10).

<sup>3</sup> É a situação que poderá ocorrer quando um pequeno investidor investe no âmbito de uma operação de privatização, após o que mantém os seus títulos 'parqueados' por um período de tempo dilatado, sem efectuar qualquer transacção.

**Quadro 10: Dividendos líquidos de impostos deduzidos dos custos associados à custódia e pagamento de dividendos, em percentagem do investimento inicial (a) e custos associados à custódia e pagamento de dividendos, em percentagem dos dividendos líquidos de impostos (IRS) (b)**

	(a)			(b)		
	I=2500	I=5000	I=10000	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	1,62%	2,10%	2,34%	39,72%	21,68%	12,65%
Banco Popular	0,99%	1,83%	2,23%	63,17%	31,58%	16,77%
BANIF	2,14%	2,38%	2,50%	20,32%	11,29%	6,78%
Barclays	-1,19%	0,75%	1,71%	144,38%	72,19%	36,09%
BCP	1,23%	1,91%	2,25%	54,16%	28,90%	16,26%
BES	1,23%	1,96%	2,32%	54,14%	27,07%	13,54%
BES Açores	1,09%	1,89%	2,28%	59,41%	29,71%	14,85%
BEST	1,23%	1,96%	2,32%	54,14%	27,07%	13,54%
BIC	-0,22%	1,23%	1,96%	108,28%	54,14%	27,07%
BIG	1,04%	1,86%	2,27%	61,36%	30,68%	15,34%
BPI	1,23%	1,96%	2,32%	54,14%	27,07%	13,54%
Caixa Directa	0,84%	1,76%	2,22%	68,58%	34,29%	17,15%
LJCarregosa	1,04%	1,86%	2,27%	61,40%	30,71%	15,37%
Montepio Geral	1,52%	2,10%	2,39%	43,31%	21,66%	10,83%
NETINVEST	2,20%	2,44%	2,56%	18,05%	9,02%	4,51%
Título Directo	1,22%	1,95%	2,31%	54,59%	27,30%	13,69%
Totta	0,69%	1,68%	2,18%	74,36%	37,18%	18,59%
<b>Média</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,86%</b>	<b>2,26%</b>	<b>60,80%</b>	<b>30,68%</b>	<b>15,68%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>3,39%</b>	<b>1,69%</b>	<b>0,85%</b>	<b>126,33%</b>	<b>63,17%</b>	<b>31,58%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>0,79%</b>	<b>0,39%</b>	<b>0,19%</b>	<b>29,50%</b>	<b>14,56%</b>	<b>7,13%</b>

Distribuição dos custos de acordo com a sua fonte:

As comissões de corretagem pagas pelos investidores representam 47,6% dos custos de um investimento de 2500 Euro. No entanto, a sua importância vai diminuindo à medida que aumenta o volume do investimento, sendo de 34,7% no caso de um investimento de 10000 Euro.

Por sua vez, as comissões de custódia e pagamento de dividendos representam cerca de 30,5% dos custos totais de um investimento de 2500 Euro. Para investimentos de 10000 Euro, as comissões de custódia e pagamento de dividendos representam ainda 20,7% dos custos totais.

Por último, os impostos representam cerca de 21,8% dos custos totais de um investimento de 2500 Euro. O peso dos impostos nos custos totais aumenta com o montante investido. Para investimentos de 10000 Euro, os impostos representam 44,5% dos custos totais.

**Quadro 11: Estrutura de custos associados ao investimento em valores mobiliários**

	I=2500	I=5000	I=10000
Comissão de corretagem	47,6%	41,3%	34,7%
Comissão de custódia e pagamento de dividendos	30,5%	26,6%	20,7%
Encargos Fiscais	21,8%	32,0%	44,5%

#### 4. COMPARAÇÃO DOS CUSTOS DE INTERMEDIACÃO DE INVESTIMENTOS EM VALORES MOBILIÁRIOS COTADOS NO MERCADO PORTUGUÊS E VALORES MOBILIÁRIOS COTADOS EM MERCADOS INTERNACIONAIS

Nesta secção comparam-se os custos de intermediação financeira suportados pelos pequenos investidores quando investem em valores mobiliários nacionais e estrangeiros. São consideradas as mesmas variáveis que foram usadas na secção anterior, nomeadamente comissões de corretagem, comissões ligadas ao pagamento de dividendos e à custódia de títulos e impostos associados a estes serviços. No entanto, exclui-se o pagamento de IRS sobre os dividendos bem como os impostos sobre mais valias como parte destes custos. De fora ficam novamente os custos relacionados com despesas de porte e expediente, bem como os custos de participação em assembleias gerais.

A comparação assenta nas seguintes hipóteses:

1. Um pequeno investidor adquire um cabaz de acções em 14-12-2005 que só vai alienar em 13-12-2006 (admite-se que as ordens são executadas de uma só vez, até porque são de baixo montante e trata-se de um investimento em títulos bastante líquidos). O investidor não irá alterar a composição da sua carteira até 13-12-2006. Relativamente à comissão de corretagem é necessário considerar duas transacções (a compra em 14-12-2005 e a venda em 13-12-2006). Admitiu-se a inexistência de mais ou menos valias. Em relação aos dividendos admitiu-se que seriam idênticos aos distribuídos por estes emitentes em 2005. Por outro lado, admitiu-se a manutenção dos actuais preçários dos intermediários financeiros até à alienação dos títulos em 13-12-2006. Finalmente, não se considera o efeito decorrente de os fluxos financeiros se reportarem a momentos distintos no tempo.
2. São consideradas duas situações: o caso de um investimento numa carteira de empresas nacionais cotadas na Euronext Lisbon; e o caso de um investimento numa carteira de títulos estrangeiros.

A escolha dos títulos para o cabaz de empresas nacionais é semelhante à carteira considerada na secção anterior:

**Quadro 12: Carteira do investidor doméstico:**

	Peso na carteira
BCP	25%
E.D.P.	25%
TELECOM-N.	25%
BRISA	25%

Em relação aos valores mobiliários negociados em praças estrangeiras admitiu-se também uma carteira composta por quatro títulos, com igual peso:

- Banco Santander Central Hispano (negociado na Bolsa de Madrid);
- France Telecom (negociados na plataforma EURONEXT Paris)
- McDonalds (negociado no NYSE);
- Allianz (negociado no mercado alemão).

**Quadro 13: Carteira do investidor internacional:**

Título	Peso na carteira
Santander	25%
McDonalds	25%
France Telecom	25%
Allianz	25%

3. Considera-se uma alternativa de investimento de 2500, 5000 e 10000 Euro:

**Quadro 14: Número de ações adquiridas de acordo com o montante investido**

Carteira N (títulos nacionais):

	I=2500	I=5000	I=10000
Portugal Telecom	77	155	309
BCP	298	595	1190
BRISA	90	179	358
EDP	246	492	984

Carteira E (títulos estrangeiros):

	I=2500	I= 5000	I=10000
Allianz	5	10	20
France Telecom	29	59	118
Santander	58	116	231
McDonalds	21	42	85

4. O Quadro 15 mostra os dividendos ilíquidos de cada carteira (admitiu-se que seriam idênticos aos distribuídos por estes emitentes em 2005). No caso dos dividendos em ações estrangeiras, considerou-se uma taxa de câmbio Dólar/Euro de 1,20.

### Quadro 15: Dividendos Pagos por cada Título:

Dividendos da Carteira N:

	I=2500	I=5000	I=10000
<b>Portugal</b>			
<b>Telecom</b>	27,1	54,1	108,3
<b>BCP</b>	9,8	19,6	39,3
<b>BRISA</b>	24,2	48,4	96,7
<b>EDP</b>	22,7	45,5	90,9
<b>TOTAL</b>	<b>83,8</b>	<b>167,6</b>	<b>335,2</b>

Dividendos da Carteira E:

	I=2500	I= 5000	I=10000
<b>Allianz</b>	8,7	17,5	34,9
<b>France Telecom</b>	14,1	28,1	56,3
<b>Santander</b>	20,4	40,8	81,7
<b>McDonalds</b>	11,8	23,6	47,2
<b>TOTAL</b>	<b>55,0</b>	<b>110,0</b>	<b>220,0</b>

5. Foram analisados apenas os preçários dos intermediários financeiros que exercem a actividade de recepção de ordens através da Internet <sup>4</sup>.

## RESULTADOS

Os resultados obtidos para cada I.F. encontram-se no quadro seguinte. Este quadro mostra a porção do investimento inicial que é absorvido pelas comissões de intermediação (comissões de corretagem, de custódia, e de pagamento de dividendos) e encargos fiscais (IVA e imposto de selo) <sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup>- Houve ainda necessidade de proceder a outros ajustamentos já que alguns intermediários financeiros não disponibilizam acesso ao mercado espanhol ou ao mercado norte-americano. Assim, no caso do Montepio Geral que não disponibiliza o serviço de intermediação para o mercado norte-americano, as acções da McDonalds foram excluídas e foi considerado um negócio adicional com as acções da France Telecom, passando esta empresa a compreender 50% do valor da carteira. Para evitar outros enviesamentos, admitiu-se a existência de duas ordens distintas e de dois pagamentos de dividendos distintos. Em relação ao Barclays que não disponibiliza o serviço de intermediação para o mercado espanhol (via Internet), considerou-se um negócio adicional de acções da France Telecom, passando este título a compreender 50% do valor da carteira. Também aqui se admitiu a existência de duas ordens distintas e de dois pagamentos de dividendos distintos.

<sup>5</sup>- Excluiu-se o pagamento de IRS.

**Quadro 16 – Custos de intermediação em percentagem do investimento inicial**

	Carteira N - Mercado Português			Carteira E - Mercado Internacional		
	I=2500	I=5000	I=10000	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVO-						
BANK7	3,71%	1,90%	1,00%	7,47%	3,77%	1,92%
Banco						
Popular	3,30%	1,65%	0,85%	8,12%	4,06%	2,03%
BANIF	3,44%	1,75%	0,90%	9,02%	4,53%	2,29%
Barclays	5,48%	2,74%	1,37%	8,69%	4,35%	2,17%
BCP	4,34%	2,22%	1,16%	12,94%	6,50%	3,28%
BES	3,54%	1,77%	0,88%	12,87%	6,44%	3,22%
BES Açores	3,84%	1,92%	1,06%	14,48%	7,24%	3,62%
BEST	3,33%	1,67%	0,83%	6,35%	3,18%	1,59%
BIC	5,15%	2,58%	1,39%	14,49%	7,24%	3,62%
BIG	3,56%	1,78%	1,21%	6,25%	3,12%	1,56%
BPI	4,66%	2,33%	1,17%	8,35%	4,17%	2,09%
Caixa Directa	3,12%	1,64%	1,02%	6,27%	3,14%	1,57%
LJCarregosa	3,25%	1,63%	0,81%	6,02%	3,01%	1,51%
Montepio						
Geral	3,25%	1,62%	0,81%	4,45%	2,23%	1,11%
NETINVEST	2,73%	1,37%	0,68%	6,51%	3,25%	1,63%
Título Directo	3,52%	1,76%	1,08%	6,73%	3,46%	2,04%
Totta	3,92%	1,96%	0,98%	6,35%	3,18%	1,59%
<b>Média</b>	<b>3,77%</b>	<b>1,90%</b>	<b>1,01%</b>	<b>8,55%</b>	<b>4,29%</b>	<b>2,17%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>2,75%</b>	<b>1,37%</b>	<b>0,71%</b>	<b>10,03%</b>	<b>5,02%</b>	<b>2,51%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,37%</b>	<b>0,20%</b>	<b>3,17%</b>	<b>1,58%</b>	<b>0,79%</b>
<b>Coefficiente de Variação</b>	<b>0,196</b>	<b>0,195</b>	<b>0,198</b>	<b>0,371</b>	<b>0,368</b>	<b>0,364</b>

Quaisquer que sejam os montantes envolvidos, fica sempre mais dispendioso efectuar o investimento em mercados internacionais do que no mercado Português. Assim, por exemplo, para um investimento de 10000 Euro, a carteira de títulos estrangeiros acarreta encargos (de intermediação e fiscais) médios de 217 Euro, mas o investimento na Euronext Lisbon origina encargos médios de apenas 101 Euro. Por outro lado, a variabilidade destes encargos (aferida quer pelo desvio-padrão, quer pelo coeficiente de variação, quer pelo rácio entre o valor máximo e o mínimo para uma dada carteira) é maior para as aplicações em mercados internacionais. No investimento em valores mobiliários estrangeiros, o valor das comissões médias de corretagem é quase triplo do valor das comissões de custódia e de pagamento de dividendos. Mas os IF têm um comportamento bastante mais heterogéneo no que toca à cobrança de comissões de custódia e de pagamento de dividendos.

**Quadro 17 – Custos associados ao investimento em valores mobiliários estrangeiros: comissão de corretagem (excluindo imposto de selo) em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVO-BANK7	6,13%	3,07%	1,53%
Banco Popular	6,40%	3,20%	1,60%
BANIF	8,47%	4,23%	2,12%
Barclays	4,80%	2,40%	1,20%
BCP	8,00%	4,00%	2,00%
BES	8,00%	4,00%	2,00%
BES Açores	9,60%	4,80%	2,40%
BEST	4,88%	2,44%	1,22%
BIC	7,20%	3,60%	1,80%
BIG	4,58%	2,29%	1,15%
BPI	6,87%	3,43%	1,72%
Caixa Directa	3,97%	1,99%	0,99%
LJCarregosa	4,36%	2,18%	1,09%
Montepio Geral	3,28%	1,64%	0,82%
NETINVEST	6,00%	3,00%	1,50%
Título Directo	5,24%	2,72%	1,66%
Totta	3,84%	1,92%	0,96%
<b>Média</b>	<b>5,98%</b>	<b>2,99%</b>	<b>1,52%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>6,32%</b>	<b>3,16%</b>	<b>1,58%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>1,83%</b>	<b>0,91%</b>	<b>0,46%</b>
<b>Coefficiente de Variação</b>	<b>0,306</b>	<b>0,304</b>	<b>0,304</b>

**Quadro 18 – Custos associados ao investimento em valores mobiliários estrangeiros: comissão de custódia de títulos e de pagamento de dividendos (excluindo IVA) em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	1,09%	0,57%	0,31%
Banco Popular	1,40%	0,70%	0,35%
BANIF	0,43%	0,23%	0,13%
Barclays	3,20%	1,60%	0,80%
BCP	4,06%	2,06%	1,06%
BES	4,00%	2,00%	1,00%
BES Açores	4,00%	2,00%	1,00%
BEST	1,20%	0,60%	0,30%
BIC	6,00%	3,00%	1,50%
BIG	1,36%	0,68%	0,34%
BPI	1,20%	0,60%	0,30%
Caixa Directa	1,89%	0,94%	0,47%
LJCarregosa	1,36%	0,68%	0,34%
Montepio Geral	0,96%	0,48%	0,24%
NETINVEST	0,40%	0,20%	0,10%
Título Directo	1,21%	0,61%	0,30%
Totta	2,06%	1,03%	0,52%
<b>Média</b>	<b>2,11%</b>	<b>1,06%</b>	<b>0,53%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>5,60%</b>	<b>2,80%</b>	<b>1,40%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>1,62%</b>	<b>0,81%</b>	<b>0,41%</b>
<b>Coefficiente de Variação</b>	<b>0,768</b>	<b>0,764</b>	<b>0,774</b>

Os custos médios de intermediação são maiores no investimento em valores mobiliários estrangeiros do que no investimento em valores mobiliários portugueses. De facto, as comissões de corretagem, as comissões de custódia e de pagamento de dividendos, e mesmo os encargos fiscais (IVA e imposto de selo), representam uma maior percentagem do investimento inicial em qualquer das carteiras internacionais, o que confere uma maior competitividade ao mercado português quando o investimento é efectuado via IF's nacionais.

**Quadro 19 - Custos médios de intermediação de acordo com o destino, em percentagem do investimento inicial**

	Carteira N - Mercado Português			Carteira E - Mercado Internacional		
	I=2500	I=5000	I=10000	I=2500	I=5000	I=10000
Comissão de corretagem	2,10%	1,06%	0,58%	5,98%	2,99%	1,52%
Comissão de custódia e pagamento de dividendos	1,35%	0,68%	0,35%	2,11%	1,06%	0,53%
Encargos Fiscais	0,29%	0,15%	0,08%	0,47%	0,23%	0,12%

Numa outra abordagem, as comissões de corretagem representam mais de metade dos custos totais: no mercado português essa percentagem ronda os 56%-58%, e no mercado internacional as comissões de corretagem são cerca de 70% dos encargos totais.

**Quadro 20 - Estrutura dos custos médios de intermediação**

	Carteira N - Mercado Português			Carteira E - Mercado Internacional		
	I=2500	I=5000	I=10000	I=2500	I=5000	I=10000
Comissão de corretagem	56,2%	56,0%	57,9%	69,9%	69,8%	69,9%
Comissão de custódia e pagamento de dividendos	36,0%	36,1%	34,6%	24,7%	24,7%	24,7%
Encargos Fiscais	7,8%	7,9%	7,6%	5,5%	5,5%	5,4%

As diferenças ao nível de custos de intermediação entre títulos nacionais e títulos estrangeiros são bastante expressivas entre os vários I.F.. Assim, note-se que para todas as carteiras analisadas a diferença entre o valor máximo e o mínimo é sensivelmente duplo do valor médio apresentado por todos os I.F..

**Quadro 21 – Diferencial dos custos de intermediação entre os mercados estrangeiros e os mercados nacionais, em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	3,77%	1,87%	0,92%
Banco Popular	4,82%	2,41%	1,18%
BANIF	5,59%	2,78%	1,38%
Barclays	3,21%	1,61%	0,80%
BCP	8,59%	4,28%	2,13%
BES	9,33%	4,67%	2,33%
BES Açores	10,64%	5,32%	2,56%
BEST	3,02%	1,51%	0,76%
BIC	9,34%	4,67%	2,23%
BIG	2,69%	1,35%	0,35%
BPI	3,68%	1,84%	0,92%
Caixa Directa	3,15%	1,49%	0,55%
LJCarregosa	2,77%	1,38%	0,69%
Montepio Geral	1,20%	0,60%	0,30%
NETINVEST	3,78%	1,89%	0,94%
Título Directo	3,20%	1,70%	0,95%
Totta	2,43%	1,22%	0,61%
<b>Média</b>	<b>4,78%</b>	<b>2,39%</b>	<b>1,15%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>9,43%</b>	<b>4,72%</b>	<b>2,26%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>2,87%</b>	<b>1,43%</b>	<b>0,72%</b>
<b>Coefficiente de Variação</b>	<b>0,6</b>	<b>0,598</b>	<b>0,626</b>

Os dividendos recebidos por cada uma das carteiras são manifestamente insuficientes para cobrir os custos. De facto, mesmo sem contar com o pagamento em sede de IRS, os encargos médios são superiores aos dividendos a receber para carteiras de valores mobiliários portugueses até 2500 Euro e para carteiras de valores mobiliários estrangeiros acima de 5000 Euro (embora inferiores a 10000 Euro).

**Quadro 22: Dividendos ilíquidos deduzidos dos custos associados ao investimento, em percentagem do investimento inicial**

	Carteira N - Mercado Português			Carteira E - Mercado Internacional		
	I=2500	I=5000	I=10000	I=2500	I=5000	I=10000
ACTIVOBANK7	-0,35%	1,45%	2,35%	-5,27%	-1,57%	0,28%
Banco Popular	0,05%	1,70%	2,50%	-5,92%	-1,86%	0,17%
BANIF	-0,08%	1,60%	2,45%	-6,82%	-2,33%	-0,09%
Barclays	-2,13%	0,61%	1,98%	-6,49%	-2,15%	0,03%
BCP	-0,99%	1,13%	2,19%	-10,74%	-4,30%	-1,08%
BES	-0,18%	1,58%	2,47%	-10,67%	-4,24%	-1,02%
BES Açores	-0,49%	1,43%	2,29%	-12,28%	-5,04%	-1,42%
BEST	0,02%	1,69%	2,52%	-4,15%	-0,98%	0,61%
BIC	-1,80%	0,78%	1,96%	-12,29%	-5,04%	-1,42%
BIG	-0,20%	1,57%	2,14%	-4,05%	-0,92%	0,64%
BPI	-1,31%	1,02%	2,19%	-6,15%	-1,97%	0,11%
Caixa Directa	0,23%	1,71%	2,33%	-4,07%	-0,94%	0,63%
LJCarregosa	0,10%	1,73%	2,54%	-3,82%	-0,81%	0,69%
Montepio Geral	0,10%	1,73%	2,54%	-2,25%	-0,03%	1,09%
NETINVEST	0,62%	1,99%	2,67%	-4,31%	-1,05%	0,57%
Título Directo	-0,17%	1,59%	2,27%	-4,53%	-1,26%	0,16%
Totta	-0,57%	1,39%	2,37%	-4,15%	-0,98%	0,61%
<b>Média</b>	<b>-0,42%</b>	<b>1,45%</b>	<b>2,34%</b>	<b>-6,35%</b>	<b>-2,09%</b>	<b>0,03%</b>
<b>Max-Min</b>	<b>2,75%</b>	<b>1,37%</b>	<b>0,71%</b>	<b>10,03%</b>	<b>5,02%</b>	<b>2,51%</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,37%</b>	<b>0,20%</b>	<b>3,17%</b>	<b>1,58%</b>	<b>0,79%</b>

## 5. CUSTOS INCORRIDOS PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

No que se refere aos títulos nacionais, os IF's incorrem em custos perante outras entidades, nomeadamente, Euronext, LCH.Clearnet e Interbolsa. Nesta secção simulam-se os custos de negociação (Euronext), liquidação e sistema centralizado (Interbolsa) e compensação (LCH.Clearnet) suportados pelos IF's e que estes podem repercutir directa ou indirectamente nos clientes finais (investidores). Os IF's estão ainda sujeitos a taxas de supervisão, que não são tratadas neste estudo.

### 5.1. Negociação (Euronext)

A negociação de valores mobiliários é efectuada através da plataforma de negociação da Euronext. Considerando as carteiras apresentadas na secção 3. e o tarifário que contempla o custo por negócio mais elevado, os custos de negociação encontram-se no Quadro 23.

Quadro 23 - Custos de negociação (Euronext), em percentagem do investimento inicial

	I=2500	I=5000	I=10000
Custos de negociação	0,384%	0,192%	0,096%

### 5.2. Compensação (Clearnet)

A LCH.Clearnet S.A. actua em diversos mercados europeus. Esta empresa é responsável pelo *clearing* no mercado Euronext Lisboa, ou seja, pela compensação. No nosso mercado, não existe nenhuma comissão *lump sum* anual. Contudo, existe uma comissão fixa por negócio. Para as carteiras mencionadas na secção 3, o custo de *clearing* correspondente encontra-se no Quadro 24.

Quadro 24 - Custos da compensação, em percentagem do investimento inicial

	I=2500	I=5000	I=10000
Custo de <i>clearing</i>	0,213%	0,107%	0,053%

O custo de *clearing* apresenta uma forte alavancagem relativamente ao valor do investimento: o custo médio por unidade monetária investida é decrescente com o volume de investimento (assumindo um número de negócios idêntico).

### 5.3. Liquidação e Sistema Centralizado (Interbolsa)

Uma fonte de custos para os IF está relacionada com a liquidação e sistema centralizado. Em Portugal, a Interbolsa é a entidade responsável por estas actividades.

Em Janeiro de 2006, foi aprovado um novo preçário a aplicar a Intermediários Financeiros e Emitentes. A simulação dos custos decorrentes da natureza das operações e serviços mencionados na secção 3 e que são indirectamente repercutidos nos investidores é efectuada usando este novo preçário. Esses custos são os seguintes:

- Utilização do Sistema (sessões de acesso aos sistemas; conta de valores mobiliários aberta no sistema);
- Manutenção dos valores em conta;
- Movimentos de valores em conta.

Foi necessário admitir os seguintes pressupostos adicionais:

- Relativamente aos custos fixos, como por exemplo, custos da utilização do sistema, efectuou-se uma afectação de custos por unidade de moeda investida (ou sob depósito);
- No caso dos movimentos de valores em conta, assumiu-se um cenário para o IF em que por cada quatro negócios realizados este teria que efectuar um movimento dada a incidência dos mecanismos de compensação; em simultâneo, admitiu-se o escalão mais desfavorável para o IF;

**Quadro 25 - Custos de liquidação e sistema centralizado, em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
Média	0,034%	0,026%	0,022%
Desvio-Padrão	0,042%	0,042%	0,042%
Max-Min	0,202%	0,202%	0,202%

O custo médio de liquidação e sistema centralizado diminui com a dimensão da carteira.

### 5.4. Custos Totais

Os custos médios relacionados com a negociação, liquidação e sistema centralizado, e *clearing* encontram-se sintetizados no quadro seguinte.

**Quadro 26 – Custo médio para os IFs, em percentagem do investimento inicial**

	I=2500	I=5000	I=10000
Custos de negociação	0,38%	0,19%	0,10%
Custo de <i>clearing</i>	0,21%	0,11%	0,05%
Custos de liquidação e sistema centralizado	0,03%	0,03%	0,02%
<b>Total</b>	<b>0,63%</b>	<b>0,33%</b>	<b>0,17%</b>

O custo médio global no investimento em acções suportado pelos IF's em resultado da negociação, liquidação e compensação das operações subjacentes às carteiras simuladas na secção 3 diminui de 0,63% para os 0,17% do investimento inicial, respectivamente para carteiras de 2500 Euro e 10000 Euro.

Comparando as comissões cobradas pelos IF's com estas despesas a cargo dos IF's (Quadro 27), conclui-se que as margens dos IF's são decrescentes com a carteira de investimentos, mas superiores a 1,41% do investimento inicial para carteiras inferiores a 5000 Euro.

**Quadro 27 – Margem dos IF's relativamente às despesas/comissões de negociação, liquidação e sistema centralizado, e compensação**

	Carteira N - Mercado Português		
	I=2500	I=5000	I=10000
(1) Comissão de corretagem	2,10%	1,06%	0,58%
(2) Comissão de custódia e pagamento de dividendos	1,35%	0,68%	0,35%
(3) Despesa global em % do Investimento inicial	0,63%	0,33%	0,17%
<b>(1)+(2)-(3)</b>	<b>2,82%</b>	<b>1,41%</b>	<b>0,76%</b>

## 6. CONCLUSÕES

Os resultados apresentados demonstram bem a importância da adopção de medidas que reforcem a transparência dos custos que oneram o acesso dos pequenos investidores ao mercado de capitais e que conduzam à redução desses custos e a opções mais fundamentadas.

É possível observar uma significativa heterogeneidade quer da estrutura quer dos valores absolutos dos encargos praticados pelos diversos intermediários financeiros. O que, desde logo, recomenda que sejam disponibilizados ao pequeno investidor a informação e os meios necessários a uma adequada comparação de condições.

A totalidade dos custos cobrados a título de comissão de corretagem e comissão de custódia e pagamento de dividendos (acrescidas de impostos sobre elas incidentes) representa valores elevados quando comparados com os dividendos produzidos por carteiras de acções de pequena dimensão. E resulta evidente que abaixo de determinado valor dessas carteiras, os proveitos obtidos são claramente absorvidos pelos custos (a menos que elas produzam mais valias significativas).

Com efeito, para carteiras de 2.500 e 5.000 euros (com os pressupostos constantes do estudo), os custos totais durante um ano ascenderiam em média a 4,4% e 2,6%, respectivamente, e só as comissões de custódia e pagamento de dividendos (devidas anualmente) a 1,4% e 0,7%, respectivamente. Estas circunstâncias recomendam uma ponderação acrescida sobre o interesse, por parte dos investidores, de manter pequenas carteiras de acções, já que elas resultam mais oneradas do que as carteiras de maior dimensão (por exemplo, para uma carteira de 10.000 euros, os custos referidos cairiam para 0,6% e 0,4%, respectivamente). Mas recomendam também um espaço de redução desses custos, sobretudo das comissões de custódia, por parte dos intermediários financeiros já que os níveis mais elevados referidos não são justificados pelos correspondentes custos que suportam e que são também apresentados no estudo. O que conduz a margens médias significativas em termos relativos.

Além disso, a comparação com o observado, por exemplo, no mercado espanhol aponta para custos superiores suportados pelos investidores portugueses, designadamente no que diz respeito às comissões de custódia e de pagamento de dividendos.

Finalmente, refira-se que a situação que foi descrita relativamente aos custos suportados pelos investidores portugueses no mercado nacional resulta bastante agravada quando transportada para o investimento em acções transaccionadas noutros mercados. Também aqui a dispersão de condições é significativa, embora sempre em torno de valores médios elevados. Convém, porém ressaltar que são nestas operações suportados custos mais elevados de acesso ao mercado. O que reforça a necessidade de uma informação completa e transparente e de uma adequada ponderação por parte dos pequenos investidores nacionais, designadamente entre o investimento directo e o investimento em veículos de investimento colectivo geridos profissionalmente.

# **COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Av. da Liberdade, 252

1056-801 Lisboa

 213 177 000  213 537 077

[cmvm@cmvm.pt](mailto:cmvm@cmvm.pt)