

À  
CMVM  
Departamento de Análise de Operações e Investigação  
A/c Exmo. Senhor Director  
Manuel Monteiro  
Rua Laura Alves, n.º 4- Apartado 14258  
1064-003 Lisboa

Comunicação enviada para o email: [cmvm@cmvm.pt](mailto:cmvm@cmvm.pt)

Lisboa, 19 de Maio de 2017

N/ Ref.ª: AEM/ASF/665

Assunto: **Consulta sobre “Contratos de Liquidez –  
Definição de nova prática de mercado aceite”**

**Exmos. Senhores,**

A AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (“AEM”), na sua qualidade de representante das empresas emitentes portuguesas, vem, pela presente, apresentar a sua Resposta à Consulta relativa à definição de nova prática de mercado aceite que versa sobre os Contratos de Liquidez e que nos foi remetida por V. carta datada de 28 de Abril de 2017.

A AEM e as entidades emitentes suas associadas acolhem positivamente a definição dos Contratos de Liquidez enquanto prática de mercado aceite (“PMA”).

Sem prejuízo, entende a AEM dever apresentar algumas observações sobre o proposto conteúdo da referida PMA, por entender que existem ainda aspectos e comentários que merecem ser ponderados no que a esta matéria diz respeito, tanto em termos gerais como especificamente no que se refere a alguns dos pontos tratados na PMA.

#### **A. Considerações gerais**

A

Em apreciação geral do documento objecto da presente Resposta, como ponto prévio, cabe referir que embora a PMA acolha, no que respeita à maioria das suas disposições, os elementos estabelecidos no documento da ESMA intitulado “*Points of convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts*”, esta convergência, na opinião da AEM, pode não se afigurar a mais adequada no que respeita ao mercado de capitais português.

De facto, os mercados visados pelo documento da ESMA supra identificado não apresentam características homogêneas e, em comparação com o mercado de capitais português, muitos deles são mercados de dimensões incomparavelmente superiores e com níveis de liquidez muito mais elevados, pelo que, em nosso entender, e apesar de compreendermos o esforço da ESMA no sentido da harmonização das práticas destes vários mercados, em muitos casos não é possível encontrar uma solução única que seja a mais adequada, simultaneamente, para todos os mercados em presença.

Nestes termos, em nossa opinião, os pontos de convergência sugeridos pela ESMA devem ser sempre analisados com o crivo da sua adequação (ou não) ao mercado de capitais português, não devendo ser acriticamente aceites e seguidos, até porque, dada a sua natureza de *soft law*, os mesmos não têm carácter vinculativo.

Assim, em nosso entender, cabendo à CMVM envidar os melhores esforços no sentido de proteger os interesses dos agentes de mercado portugueses, deve a entidade regulatória, igualmente, pugnar pela adaptação do que é recomendado pela ESMA às características específicas do mercado de capitais português.

Por último, e ainda apenas a título de considerações gerais, no que respeita à técnica de redacção da PMA, julgamos que a mesma beneficiaria da introdução de algum tipo de numeração dos respectivos artigos, parágrafos ou alíneas, tendo em vista uma mais fácil compreensão do texto bem como a discussão e comunicação futura entre a CMVM e as entidades supervisionadas.

## **B. Conteúdo da PMA**

### **1. Sistemas de Negociação Multilateral (“MTF”)**

No que respeita ao alargamento da PMA aos Sistemas de Negociação Multilateral, consideramos a alteração positiva; porém, julgamos que os termos em que esse alargamento se encontra previsto são demasiado limitativos.

A.



Na verdade, o documento em consulta refere-se a “*Portuguese multilateral trading facility*”, parecendo, assim, abranger apenas os Sistemas de Negociação Multilateral portugueses, os quais (com a excepção, que aqui não releva, da plataforma MTS) têm um peso reduzido nos valores totais transaccionados.

Por outro lado, como é conhecido, a transacção de acções de empresas portuguesas não é apenas efectuada nas estruturas de negociação em Portugal, existindo um número crescente de outras plataformas localizadas fora de Portugal onde estes valores mobiliários são transaccionados.

Nestes termos, parece-nos importante, primeiramente, que a CMVM esclareça se, de facto, apenas pretende abranger os Sistemas de Negociação Multilateral portugueses.

E, em segundo lugar, devemos enfatizar que, em tal caso, e tendo em consideração os volumes muito reduzidos transaccionados nos Sistemas de Negociação Multilateral nacionais, e em alguns casos com tendência de queda acentuada, a pretendida alteração, que seria positiva, dificilmente surtirá os efeitos práticos desejados.

Assim, tendo em conta a falta de efeito prático do alargamento nos termos em que se encontra redigido, e o facto de os valores mobiliários representativos das empresas emitentes nacionais negociarem em Sistemas de Negociação Multilateral de outros Estados, consideramos desejável que se proceda a um maior alargamento desta previsão, no sentido de a mesma incluir igualmente os MTF de outros Estados-Membros da União Europeia e mesmo, na medida do admissível, de outros Estados fora da União.

## 2. Situações de Suspensão do Contrato

No que se refere às situações em que pode existir suspensão do Contrato de Liquidez quando, na página 2 do documento em análise, se refere a impossibilidade de o emitente transmitir ao intermediário financeiro qualquer outra instrução relativa a decisões de compra ou venda de acções “*except in the situations identified as leading to a suspension of the contract*”, julgamos importante que fique claro no texto final da PMA que estas situações de suspensão não são apenas as identificadas na página 6 do mesmo documento, as quais consubstanciam situações de suspensão obrigatória, devendo abranger-se todas as situações de suspensão, designadamente aquelas que sejam livremente definidas pelas partes no contrato.

## 3. Obrigações de Informação

A.

A título de apreciação geral quanto às informações que têm de ser prestadas, parecem-nos excessivas as obrigações de informação que recaem sobre as entidades emitentes pelo que recomendamos uma revisão mais fina do texto no sentido de avaliar da real necessidade e objectivos da generalidade das exigências de informação nele contidas.

No que se refere, em especial, às informações que devem constar do contrato de liquidez, a alínea d) do ponto relativo a “*Written form of the contract*”, na página 3, refere que deve ser previsto o número de prorrogações admitidas, o que nos parece limitativo.

Na verdade, considerando que deixou de estar previsto um prazo máximo de duração do contrato, podendo as partes, no exercício da sua autonomia privada, definir qual a duração que pretendem conferir ao mesmo, parece-nos que deveria também admitir-se a possibilidade de as partes não estabelecerem um número limite de prorrogações admitidas, antes podendo prever a prorrogação periódica e ilimitada do contrato.

Além disso, no que respeita, em especial, à informação a disponibilizar numa base mensal pelas entidades emitentes, prevista na página 7 do documento, sugerimos que esta obrigação de informação caiba não às entidades emitentes mas sim às entidades gestoras do mercado ou do MTF, as quais já têm acesso a toda a informação necessária, sendo para estas muito menos gravoso apresentar mensalmente a referida informação, comparativamente com o esforço adicional que esta exigência representaria para as entidades emitentes.

Finalmente, no que concerne a informação que deve ser publicada pelo emitente antes do início da execução do contrato, uma vez que passa a prever-se expressamente que esta informação deve conter a identificação do próprio emitente e as situações que podem levar à interrupção temporária, suspensão ou término da execução do contrato, julgamos importante esclarecer se alguma acção deve ser tomada relativamente aos contratos que já estejam em execução e relativamente aos quais esta informação não tenha sido divulgada porquanto não exigida anteriormente.

#### **4. Limites de transacção**

No que se refere aos limites definidos para as quantidades transaccionadas, em primeiro lugar parece-nos necessário que seja clarificada a articulação entre os limites definidos nas páginas 3 e 5 do documento em análise, uma vez que não resulta inteiramente claro se estes limites são cumulativos ou qual deverá ser a articulação entre eles.

A.



Quanto aos limites definidos na página 3 – “*Limits to the resources to be allocated to the performance of the liquidity contract*”, a AEM considera que este é um dos pontos que, em particular, justificam um afastamento das previsões do documento da ESMA supra identificado, atendendo à escassa liquidez do mercado de capitais português.

De facto, os limites definidos parecem não se adequar ao mercado de capitais português, podendo vir a causar problemas futuros, devido à excessiva limitação imposta, principalmente no que respeita aos limites definidos no 2.º e 3.º travessões (e.g. € 20 million e € 1 million”) da página 3 do documento.

Ora, tendo em consideração que a definição destes limites não parece ter fundamento evidenciado no texto da PMA, julgamos aconselhável que sejam ponderados os limites mais adequados, e devidamente fundamentados face à situação do nosso mercado, para o mercado de capitais português.

O mesmo problema de desadequação dos limites definidos se coloca quanto às disposições da página 5, relativas a “*Volume restrictions*”, sendo neste caso muito agravado pela quebra excessiva que se nota quanto às acções consideradas muito líquidas, em que passamos de um limite de 25% da quantidade média transaccionada nas 20 sessões normais de bolsa anteriores, que era o limite geral de negociação, para um limite de apenas 5% quanto a esta categoria de acções.

Uma alteração tão súbita e com tal amplitude poderá ter um efeito demasiado gravoso sobre o mercado, pelo que, ainda que compreendamos que a CMVM procure acolher as práticas sugeridas pela ESMA, julgamos que a referida alteração, na pior das hipóteses, deveria ser realizada de forma progressiva, com alterações máximas de 5 pontos ao ano (*i.e.*, 25%, 20%, 15%, 10%, 5%) e não através de uma alteração tão abrupta das condições de negociação que têm de ser consideradas pelos agentes do mercado.

## **5. Utilização do Sistema de Difusão de Informação da CMVM**

Por último, no que respeita à utilização do sistema de difusão de informação da CMVM pelo emitente para cumprir os seus deveres de informação, tal como previsto na página 7 do documento enviado, julgamos que não é aconselhável que esta informação seja divulgada através da secção relativa à comunicação de transacções de acções próprias, tendo em conta que tal comunicação poderá ter um efeito adverso no objectivo de atracção de investidores por parte das entidades emitentes.

Neste sentido, a AEM recomenda que seja criada uma secção destinada à comunicação da informação relacionada com os contratos de liquidez, adequada a este fim específico e que não seja susceptível de

A.

prejudicar a análise que os investidores fazem das transacções realizadas, em especial evitando qualquer possibilidade de confusão entre as operações aqui em causa e a aquisição de acções próprias.

Sem outro assunto de momento e antecipadamente agradecendo a V. melhor atenção em relação ao exposto, fica esta Associação ao dispor para quaisquer esclarecimentos ou para o que V. Exas. entendam por pertinente.

Com os nossos melhores cumprimentos,

**Pela Direcção da AEM,**



**Abel Sequeira Ferreira**

*Director Executivo*