

Comunicação enviada por
correio electrónico para:
mercados@cmvm.pt

À CMVM

Departamento de Supervisão de Mercados

A/C Exma. Senhora Dra. Elizabeth Sequeira

Rua Laura Alves, n.º 4

1050-138 Lisboa

Lisboa, 18 de Maio de 2022

N/ Ref.ª: AEM/ASF/801

V/ Ref.ª: SAI-OFIC/2022/612

**Assunto: Revisão da Prática de Mercado Aceite sobre Contratos de Liquidez da CMVM
ao abrigo do *Market Abuse Regulation* (MAR)**

Exmos. Senhores,

A AEM – ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO (“AEM”), na sua qualidade de representante das sociedades emitentes portuguesas, em resposta ao V. estimado Ofício supra identificado (“Ofício”), vem pronunciar-se sobre a reavaliação pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) da Prática de Mercado Aceite (“PMA”), relativa a contratos de liquidez, adoptada ao abrigo do Market Abuse Regulation (“MAR”).

A. Contextualização e Considerações Gerais

A AEM acolhe positivamente a iniciativa da CMVM de revisão e alteração da PMA sobre contratos de liquidez, tendo em consideração o facto de existir apenas um Contrato de Liquidez vigente, desde Janeiro de 2020, e atento o objectivo, por nós partilhado, de fomentar a liquidez das acções admitidas em mercado regulamentado ou negociadas em sistema de negociação multilateral.

Sem prejuízo, a AEM entende dever apresentar algumas observações sobre o conteúdo da proposta de revisão da PMA, por entender que existem ainda desenvolvimentos e alterações

que devem ser ponderados no que a esta matéria diz respeito, tanto em geral como especificamente no que se refere a alguns dos pontos tratados na PMA.

Assim, em primeiro lugar, a AEM remete, na íntegra, para a Resposta ref.^a AEM/ASF/665, de 19 de Maio de 2017, à consulta da CMVM sobre o mesmo tema, que aqui se anexa e se dá por integralmente reproduzida.

Na verdade, a AEM persiste no entendimento de que o objectivo de fomento da liquidez das acções admitidas em mercado regulamentado ou negociadas em sistema de negociação multilateral teria sido melhor e mais eficazmente atingido se, à altura, a CMVM tivesse acolhido as várias medidas recomendadas pela AEM na sua referida Resposta, conforme parece resultar confirmado pelo insucesso da PMA actualmente em vigor.

Ora, precisamente, as propostas ora apresentadas pela CMVM, além de continuarem a não considerar as recomendações então elencadas pela AEM, parecem persistir na mesma filosofia de base que conduziu ao insucesso da anterior PMA.

De facto, embora a PMA, no que respeita à maioria das suas disposições, vá ao encontro dos 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, não se afigura suficiente, nem adequada, para dar solução aos problemas específicos que respeitam ao mercado de capitais português.

Efectivamente, os mercados visados pelo documento da ESMA não apresentam características homogéneas e, em comparação com o mercado de capitais português, muitos deles são mercados de dimensões significativamente superiores e com níveis de liquidez significativamente mais altos, pelo que, em nosso entender, não se afigura possível ou recomendável encontrar uma solução única que se configure como a melhor para todos os mercados em presença, apesar dos esforços da ESMA quanto à harmonização das práticas destes vários mercados.

Assim, em nosso entender, é legítimo e desejável que a CMVM, envidando os melhores esforços no sentido de proteger os interesses dos agentes de mercado portugueses, propugne pela adaptação do que é aconselhado pela ESMA às características específicas do mercado de capitais português, sob pena, de tal como sucede actualmente, os contratos de liquidez

continuarem a não ter qualquer expressão no nosso ordenamento em resultado de um enquadramento regulatório demasiado exigente.

Por fim, e ainda a título de considerações gerais, reiteramos que, em nosso entender, seria mais adequado organizar a PMA com recurso a uma sequência de numeração, tendo em vista, designadamente, a mais fácil discussão e comunicação futura entre a CMVM e as entidades supervisionadas.

B. Considerações específicas sobre as alterações propostas à PMA sobre Contratos de Liquidez

A análise da revisão da PMA é substancialmente prejudicada pela circunstância de, na presente consulta, a CMVM, aliás contrariando a boa prática que tem concretizado ao longo dos últimos anos, não ter apresentado a indispensável fundamentação das opções propostas, designadamente, indicando os dados estatísticos que confirmam (ou infirmam) para o mercado nacional, a eficácia das alterações a introduzir na PMA (e, concomitantemente, a informação empírica que permita explicar o insucesso da mesma no passado recente).

Do mesmo modo, a ausência da correspondente análise de benefício com referência ao universo de empresas potencialmente atingido, impossibilita a análise, em toda a profundidade e detalhe, das respectivas consequências, em particular nas actuais circunstâncias do mercado de capitais nacional.

Em qualquer caso, com a revisão desta PMA, a CMVM introduz alterações relativas aos seguintes pontos:

- a. **Limites aos recursos alocados à execução do Contrato de Liquidez** (*Limits to the resources to be allocated to the performance of the liquidity contract*)
 - a) Foi substituída a referência ao artigo 22.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de agosto de 2006, que aplica a Diretiva 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 (DMIF) e o artigo 2.º, n.º 1, ponto 17 do Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 (RMIF) pelo Regulamento Delegado (UE)

2017/567, de 18 de maio de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 (MiFIR).

- b) Esta alteração tem consequências práticas quanto à determinação do carácter líquido das acções, uma vez que o artigo 22.º, n.º 1 do Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de agosto de 2006, dispõe o seguinte:

“Considerar-se-á que uma acção admitida à negociação num mercado regulamentado dispõe de um mercado com liquidez, no caso de a acção ser negociada numa base diária, o volume de acções em circulação corresponder a um montante igual ou superior a 500 milhões de euros e de ser respeitada uma das seguintes condições:

a) O número médio diário de transacções sobre a acção é igual ou superior a 500;

b) O volume médio diário de transacções sobre a acção é igual ou superior a 2 milhões de euros.

No entanto, um Estado-Membro pode, relativamente às acções para as quais constitui o mercado mais relevante, especificar com base num comunicado que ambas as condições devem ser aplicadas. Este comunicado será tornado público.”

- c) Com a nova redacção da PMA e referência ao Regulamento Delegado (UE) 2017/567, de 18 de maio de 2016, importa atender ao disposto no seu artigo 1.º, quanto à determinação da existência de mercados líquidos para acções:

“Para efeitos do artigo 2.º, n.º 1, ponto 17, alínea b), do Regulamento (UE) n.º 600/2014, deve considerar-se que uma acção que é negociada diariamente tem um mercado líquido se estiverem preenchidas todas as condições seguintes:

a) O volume de acções em circulação (free float) é:

i) igual ou superior a 100 milhões de EUR para acções admitidas à negociação num mercado regulamentado,

ii) igual ou superior a 200 milhões de EUR para ações que só são negociadas em MTF;

b) O número diário médio de transações da ação é igual ou superior a 250;

c) O volume de negócios diário médio da ação é igual ou superior a um milhão de EUR.”

d) Atento o acima exposto, esta proposta de alteração suscita os seguintes comentários principais:

- i. A CMVM vem, por via da revisão da PMA, adoptar uma nova fórmula de determinação do carácter líquido de uma acção, por remissão para o Regulamento Delegado (UE) 2017/567, de 18 de maio de 2016, e não para o Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de agosto de 2006, o qual, sem prejuízo, permanece em vigor.

Não é explicada a razão desta alteração, a qual, na verdade, permite classificar como líquidas acções que, ao abrigo do Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de agosto de 2006, não teriam essa classificação, pelo que a alteração dos parâmetros de liquidez restringe ou dificulta o universo de entidades que, em termos práticos, podem recorrer à PMA.

Ou seja, a diminuição geral dos parâmetros de liquidez propugnada pela CMVM, potencialmente, conduzirá à redução do universo de empresas emitentes que podem beneficiar da PMA, restringindo a amplitude com que as mesmas poderiam recorrer a este instrumento, resultado que parece ser exactamente o oposto daquele que se pretende alcançar com a reavaliação da PMA.

- ii. Ao acima exposto acresce que a CMVM opta por não fazer menção directa ao artigo relevante do Regulamento Delegado (UE) 2017/567, de 18 de maio de 2016, ao contrário do que sucedia – e bem – na versão anterior da PMA, o que contribuirá para dificultar a leitura da referida PMA e a compreensão imediata do seu exacto âmbito objectivo.

b. Restrições de quantidade (*Volume restrictions*)

- a) As considerações apresentadas quanto ao ponto 1 são também aplicáveis, *mutatis mutandis*, na análise deste segundo ponto.

Neste caso, a CMVM vem propor, adicionalmente, a criação de uma cláusula *safe harbour* ou solução de recurso que se traduz na possibilidade de previsão de um limite máximo diário (por sessão de negociação) de EUR 20.000,00 (vinte mil euros), a aplicar como restrição aos montantes diários negociados pelo intermediário financeiro, quando os volumes máximos a transaccionar, determinados pelos valores relativos previstos nas alíneas anteriores, não permitam o exercício efectivo do fomento da liquidez.

A ausência da fundamentação estatística da reavaliação da PMA não permite avaliar se o limite máximo diário de EUR 20.000 é adequado ou, como se suspeita, demasiado restritivo.

Por outro lado, nestas situações, caberá ao intermediário financeiro demonstrar à CMVM a dificuldade em fomentar a liquidez das acções objecto do contrato de liquidez, por recurso aos limites relativos previstos, com vista a obter autorização da CMVM para a utilização da solução de recurso acima indicada – pese embora, entre outros aspectos, não seja explicado como tal demonstração deve ser feita e a que horizonte temporal se deve reportar.

A este propósito, a AEM entende que seria vantajoso que a CMVM procedesse à densificação dos critérios materiais que devem ser tomados em consideração na análise a realizar pelo intermediário financeiro para efeitos da fundamentação do recurso à nova restrição de quantidade.

E, do mesmo modo, é importante que a CMVM desenvolva, na PMA, o processo de concessão da supramencionada autorização, designadamente no que respeita aos termos do pedido, prazo de resposta e fundamento da concessão ou da recusa da autorização.

C. Considerações (e questões) finais

Ao exposto deve ainda acrescentar-se que, atendendo ao quadro normativo constante dos artigos 348.º e 351.º do Código de Valores Mobiliários (“CVM”), referentes ao fomento de mercado e à sua regulamentação, a presente PMA parece vir restringir a possibilidade legal de recurso à celebração de contratos de liquidez por via de uma PMA, impondo requisitos que, salvo melhor opinião, a própria lei não admite que sejam fixados, nem por esta via nem por via de regulamento, conforme parece resultar do disposto no artigo 351.º, n.º 1, do CVM.

Pelo que, neste quadro, parece importante ponderar qual a natureza jurídica da PMA, sua habilitação legal e força vinculativa, e qual a natureza jurídica da autorização ora proposta em matéria de cláusula *safe harbour* no que respeita às restrições de quantidade, a qual, constituindo competência da autoridade administrativa, apenas por lei pode ser criada, s.m.o., nos termos conjugados do disposto nos artigos 61.º e 112.º da Constituição da República Portuguesa.

Face a todo o exposto, é convicção profunda da AEM que o processo de reavaliação da PMA aqui em causa deverá incluir, necessariamente, uma reunião da CMVM com o conjunto das partes interessadas, ou pelo menos, com o conjunto das empresas emitentes, com a finalidade de, através do profícuo diálogo com os agentes do mercado, e em conformidade com a boa prática que a CMVM tem seguido recentemente em relação a outras matérias de igual importância, assegurar que a PMA a vigorar no futuro próximo efectivamente alcançará os seus objectivos de forma eficiente e que, verdadeiramente, contribuirá para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais.

Sem outro assunto de momento e agradecendo antecipadamente a melhor atenção de V. Exas. em relação ao acima 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,

Assinado de forma
digital por
Abel Sequeira Ferreira
18/05/2022 16:57:37

Abel Sequeira Ferreira

Director Executivo

Anexo: 1 Documento - AEM/ASF/665, Resposta da AEM à consulta da CMVM sobre “Contratos de Liquidez – Definição de nova prática de mercado aceite” de 19 de Maio de 2017.