

Sociedades abertas e contrato de liquidez.

Nótula sobre o regime legal

DR. TIAGO SOARES DA FONSECA

SUMÁRIO: 1. *Introdução*. 2. *Mercado, liquidez e contrato de liquidez*. 3. *O contrato de liquidez no Direito português*. 4. *Contrato de liquidez. Considerações gerais*: 4.1. *Noção e objecto*; 4.2. *Sujeitos*. 5. *Regime mobiliário*: 5.1. *Forma e conteúdo*; 5.2. *Condições de transparência*; 5.3. *Condições de integridade*; 5.4. *Controlo*; 5.5. *Execução*. 6. *Regime societário*: 6.1. *Introdução*; 6.2. *Limites gerais*: 6.2.1. *Limite quantitativo*; 6.2.2. *Liberação das acções*; 6.2.3. *Deliberação prévia do colectivo dos sócios*.

1. Introdução

A aquisição de acções próprias serve diferentes finalidades¹. Em particular, nas sociedades abertas² pode servir de instrumento destinado à sociedade cumprir as suas obrigações³, defender-se, por autocontrolo directo, contra uma

¹ Sobre os objectivos permitidos pela aquisição de acções próprias, *vide*, com maior desenvolvimento, MARIA FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, 1994, 103-122.

² Cf. artigo 13.º, n.º 1, do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

Com maior desenvolvimento, *vide* PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 2009, 521 ss.

³ Quando a atribuição de acções faça parte dos planos de remuneração dos administradores ou trabalhadores, a aquisição das acções próprias permite a concretização do *stock options plan* ou de figuras similares. Assim sucedeu, por exemplo, no ano de 2009, com a Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A., Sociedade Aberta (link: <http://www.cimpor.pt/cache/bin/XPQej8wXX1925ZAX6gkNRyMZKU.pdf>, consultado em 9 de Abril de 2009), na proposta para a assem-

OPA⁴, reequilibrar a cotação das acções⁵, estimular da sua procura⁶ ou ainda a sua liquidez.

Nesta última finalidade surge o *contrato de liquidez*.

Num período em que se fala tanto na falta de liquidez dos mercados, fruto da crise do sistema financeiro global e posterior perda de confiança dos investidores no mercado, o tema do contrato de liquidez assume particular importância⁷.

bleia geral anual da Nova Base, Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A., Sociedade Aberta, de 28 de Abril de 2009 (link: <http://www.novabase.pt/conteudosHTML/P9AG2009.pdf>, consultado em 9 de Abril de 2009), ou na assembleia geral anual de 30 de Março de 2009 do Banco Comercial Português, S.A., Sociedade Aberta (link: http://www.millenniumbcp.pt/multimedia/archive/00414/Ponto_9_proposta_CA_414108a.pdf, consultado em 9 de Abril de 2009). A recompra de acções próprias poderá destinar-se à redução do capital social, através da posterior amortização das acções adquiridas, conforme proposto na assembleia geral anual da Portugal Telecom, SGPS, S.A., de 27 de Março de 2007 (link: http://assembleia-ptsgps.telecom.pt/ElectronicVoteInternet_6/UserControls_Static/SGPS/PT/anexos/PROPOSTA_ITEM_7.pdf, consultado em 9 de Abril de 2009).

Veja-se ainda MARIA FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções ...*, cit., 118-119.

⁴ Cf. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA – Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico*, 1995, 292-293, observando, contudo, que o regime das acções próprias, concretamente a suspensão dos direitos inerentes, poderá favorecer o atacante na medida em que a maioria necessária para controlar a sociedade passa a ser inferior.

Durante o processo de OPA tal prática representa uma limitação aos poderes da sociedade visada, nos termos do artigo 182.º, n.º 1, do CVM. No entanto, porque a aquisição/alienação de acções próprias carece de ser deliberada em assembleia geral será, em regra, permitida [artigo 182.º, n.º 3, al. b), do CVM]. Veja-se JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, 2000, 173-202.

⁵ Vide MARIA FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções ...*, cit., 108-111.

Já em 1978, RAÚL VENTURA, *Autoparticipação da sociedade: as acções próprias*, ROA, ano 38, vol. II (Mai.-Ago. 1978), 236, referia a aquisição de acções próprias como “meio de provocar ou reagir contra flutuações de valores de bolsa.” Com maior desenvolvimento, no Direito espanhol, sobre a influência das acções próprias no valor de mercado das acções, vide JOSE VAZQUEZ CUETO, *Regimen Jurídico de la Autocartera*, 1995, 103-113.

⁶ Cf. MARIA FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções ...*, cit., 111-112, e MIGUEL BRITO LOPES, *As consequências da aquisição ilícita de acções próprias pelas sociedades anónimas*, in *Revista de Direito das Sociedades*, número 1, ano I, 2009, 191.

⁷ Sobre a evolução da liquidez dos mercados internacionais e emergentes, vide análise de NURIA BAENA TOVA, *La Liquidez en los Mercados Financieros: Repercusiones de la Crisis Crediticia*, CNMV, 32, 2008, 25-27, e 33-35 sobre a evolução da liquidez no mercado espanhol. Segundo esta Autora, a redução da liquidez não se estendeu ao mercado de valores dado que de Janeiro de 2006 a Janeiro de 2008 a tendência nas principais praças – Nova York, Euronext, Londres, Tóquio, Itália, Alemanha e NYSE – foi de subida. Nas demais bolsas emergentes – Santiago, São Paulo,

Neste trabalho propomo-nos a analisar o regime legal – mobiliário e societário – do contrato de liquidez, numa tentativa de articular as normas previstas nos diferentes diplomas, ora no Código das Sociedades Comerciais (CSC), ora Código dos Valores Mobiliários (CVM), ora ainda nas regras estabelecidas pela própria Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM).

Para tanto, tomou-se em consideração que este contrato não cai na proibição legal genérica da aquisição de acções próprias⁸, nem desrespeita eventuais limites estatutários existentes quanto à aquisição de acções próprias⁹ caindo, portanto, na aquisição lícita do artigo 317.º, n.º 2, do CSC.

Bombaim, Hong Kong, Singapura, Istambul e Warsaw –, à excepção da de Xangai, também não se registou uma diminuição da liquidez, mas uma subida mais moderada. Contudo, a partir de Julho de 2007 e em resultado da diminuição da cotação das acções, registou-se nas principais praças uma queda na emissão de valores mobiliários, seja através de ofertas públicas de venda, seja por aumentos de capital social. Esta diminuição não foi, porém, acompanhada nas principais bolsas asiáticas.

⁸ O CSC prevê um conjunto de proibições, a saber:

- i) A subscrição directa acções próprias (artigo 316.º, n.º 1, do CSC);
- ii) A sociedade anónima encarregar outrem de, em nome próprio, mas por conta da sociedade, subscrever ou adquirir acções próprias (artigo 316.º, n.º 2, do CSC). Tal contrato será nulo (artigo 294.º, do Código Civil), como serão, em regra, nulos os actos pelos quais a sociedade anónima adquira as referidas acções àquele a quem se havia encarregue de as adquirir (artigo 316.º, n.º 6, do CSC). No entanto, estas nulidades não contaminam as aquisições efectuadas entre a pessoa encarregue e o terceiro. Nesta sede, prevê-se um regime dissuasivo que não prejudica os terceiros alienantes: a aquisição das acções próprias pela pessoa encarregue é válida e aquelas pertencerão a quem assim as adquiriu (artigo 316.º, n.º 3, do CSC). Questão controversa, consiste em saber se esta proibição também tem lugar nos casos em que a sociedade pode, ela própria, adquirir directamente as acções. Entendendo que sim, *vide* RAUL VENTURA, *Estudos vários sobre sociedades anónimas*, 1992, 366. Em sentido contrário, considerando que quando a sociedade pode adquirir directamente as acções, o único limite a tal aquisição é o do artigo 317.º, do CSC, veja-se PEDRO DE ALBUQUERQUE, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coordenação de Menezes Cordeiro, 2009, 799.
- iii) A renúncia às importâncias adiantadas ao adquirente directo das acções (artigo 316.º, n.º 4, do CSC);
- iv) A concessão de auxílio financeiro – concessão de empréstimo, fornecimento de fundos ou prestação de garantias –, directa ou indirecta, por exemplo, financiando o financiador do terceiro, para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira acções representativas do seu capital social (artigo 322.º, n.º 1, do CSC). A concessão fora das situações permitidas (artigo 322.º, n.º 2, do CSC) será nula (artigo 322.º, n.º 3, do CSC). Relativamente à noção de terceiro, *vide* PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 3.ª ed., Almedina, 2007, 371 e, no Direito espanhol, RICARDO BAYONA GIMÉNEZ, *La Prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*, 2002, 327 ss.

⁹ Cf. artigo 317.º, n.º 1, do CSC.

2. Mercado, liquidez e contrato de liquidez

Um mercado que se destine a funcionar regularmente tem de ser *líquido*. Isto traduz-se na possibilidade de executar, no imediato, operações de grande volume sem que tal implique uma mudança significativa na cotação dos valores mobiliários aí negociados¹⁰. Porque há mercado o mesmo absorve a transacção pretendida sem grande reflexo no seu preço.

A liquidez atrai o investimento na medida em que permite entrar e sair do mercado, isto é, o investidor sabe que pode comprar e vender acções quando julgar conveniente.

São diversos, e em diferentes momentos, os indicadores de liquidez do mercado designadamente o preço, o volume de valores mobiliários transaccionados e o volume de transacções¹¹.

A falta de liquidez representa um funcionamento inadequado do mercado, com desvantagens para os investidores. Significa que estes não têm contraparte interessada na sua oferta ou na sua procura e, deste modo, não conseguem alienar ou adquirir determinados valores mobiliários. Quando assim sucede decisões de investimento podem ser adiadas ou, no limite, abandonadas.

O contrato de liquidez permite contornar estas insuficiências. Como o nome indica, a sua finalidade é aumentar a liquidez das acções objecto do contrato.

Através da sua execução, traduzida na realização de operações de compra e de venda de acções, aumenta-se o número de transacções e de acções transaccionadas¹². Consequentemente, incrementa-se a liquidez dessas acções no mercado. Investidores que não tivessem oferta ou procura das acções próprias, por não haver contraparte interessada passam, através da execução do contrato de liquidez, a encontrar na sociedade aberta, indirectamente através do intermediário financeiro, essa contraparte e, deste modo, conseguem realizar as operações desejadas. Cria-se mercado para tais interessados.

¹⁰ Neste sentido, cf. NURIA BAENA TOVA, *La Liquidez ...*, cit., 13.

¹¹ Com maior desenvolvimento, vide NURIA BAENA TOVA, *La liquidez ...*, cit., 13-15, que analisa os indicadores de liquidez e as suas diferentes acepções.

¹² Segundo a CMVM, *Contratos de liquidez como práticas de mercado aceite*, 2008 (link: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/EB6FBB52-55DC-4FA7-B3A0-21DD92639B09.htm>, consultado em 20 de Maio de 2009), será salutar a ausência do intermediário financeiro no mercado quando os investidores transaccionem com a regularidade pretendida.

O sucesso do contrato de liquidez não depende só de si. Pressupõe a existência de investidores terceiros dispostos a adquirir ou alienar, pelos valores propostos, acções próprias da sociedade aberta.

Através deste contrato poderá ainda reduzir-se a instabilidade da cotação¹³ – preço de negociação – das acções, ainda que tal não possa ser o objecto deste contrato sob pena de, assim sucedendo, poder existir um crime de manipulação do mercado (artigo 379.º, CVM).

No entanto, torna-se necessário assegurar que a execução do contrato de liquidez não transmita ao mercado sinais errados relativamente ao valor mobiliário em questão (artigo 379.º, CVM).

3. O contrato de liquidez no Direito português

O contrato de liquidez não é uma figura nova no Direito português.

Não se encontrando previsto no CSC, mas não deixando, por isso, de ter de observar o regime das acções próprias ali previsto, atendendo ao seu objecto, o contrato de liquidez encontrava-se tratado no Código de Mercado dos Valores Mobiliários (Cód. MVM), na secção viii) do capítulo ii), denominado *das operações de contrapartida*.

Neste código, o contrato de liquidez era definido como as operações de compra e venda de valores mobiliários que tinham por finalidade assegurar a criação, manutenção ou desenvolvimento de um mercado de bolsa regular e contínuo para os valores que delas são objecto e a adequada formação e consistência das respectivas cotações (artigo 473.º, n.º 1, do Cód. MVM).

Resultava ainda do n.º 1 do artigo 477.º, do Cód. MVM, que o contrato de liquidez era celebrado entre entidades com valores admitidos à cotação em bolsa e, tratando-se de sociedades, entre os respectivos accionistas e determinados intermediários financeiros¹⁴. Neste ficavam estipuladas as operações de contrapartida destinadas a facilitar a formação ou o restabelecimento de um mercado regular de bolsa para esses valores, nomeadamente através da melhoria da sua liquidez.

¹³ Cf. CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

¹⁴ Os referidos no n.º 2 do artigo 477.º, do Cód. MVM, a saber: a) sociedades financeiras de corretagem e, se fosse o caso, as sociedades de contrapartida de que as mesmas fossem associadas; b) outros intermediários financeiros legal e estatutariamente autorizados a subscrever, tomar firme e intervir por qualquer forma na colocação de valores mobiliários no mercado.

Ainda no regime anterior e atendendo à sua específica função, o contrato só podia ser celebrado para vigorar num de dois períodos (art. 477.º, n.º 4, do Cód. MVM):

- i) Imediatamente após a admissão à cotação dos valores mobiliários que dele fossem objecto; ou,
- ii) Posteriormente à admissão, desde que se destinasse a restabelecer condições mínimas de liquidez que evitassem a exclusão ou suspensão da cotação dos valores.

Tratando-se, ademais, de valores cotados no mercado de cotações oficiais e no segundo mercado, o contrato de liquidez deveria ser executado e não podia exceder os limites e regras que viessem a ser fixados pela CMVM para cada um desses mercados, nos termos do artigo 480.º, do Cód. MVM (artigo 477.º, n.ºs 5 e 6, do Cód. MVM).

Por fim e com uma finalidade de transparência, previa-se que as bolsas publicariam diariamente, no boletim de cotações, as lista dos valores mobiliários autorizados a operações de contrapartida nos termos de contrato de liquidez, com indicação dos corretores que as tivessem a seu cargo (artigo 477.º, n.º 7, do Cód. MVM)¹⁵.

Posteriormente, em 1993, a CMVM viria a regulamentar o contrato de liquidez, por Regulamento n.º 93/7, de 21 de Setembro¹⁶, depois alterado pelo Regulamento n.º 96/4, de 1 de Abril de 1996¹⁷, que fixou os prazos¹⁸, condições de execução¹⁹ e elementos obrigatórios²⁰.

¹⁵ Posteriormente, com o Regulamento n.º 93/7, de 21 de Setembro, as bolsas deveriam também publicar, com 3 dias de antecedência do início das operações de contrapartida, as informações consideradas relevantes relativamente aos elementos obrigatórios do contrato de liquidez.

¹⁶ Cf. link: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/020C6C5E-C3D9-43B0-8393-7B900AE5875B.htm>, consultado em 9 de Abril de 2009.

¹⁷ Cf. link: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/CD5002CA-C371-45F6-93AB-D27B44BA682A.htm>, consultado em 9 de Abril de 2009.

¹⁸ Estes prazos, nos termos do n.º 2 do Regulamento da CMVM 93/7, eram de 3 meses no mercado de cotações oficiais e de 1 ano no segundo mercado. Posteriormente, com o Regulamento da CMVM 96/4, passaram a ser, respectivamente, de 3 e 6 meses.

¹⁹ Destacam-se as seguintes condições: i) obrigação de dar ordens de bolsa de modo geral e manter diariamente ofertas simultâneas de compra e de venda, com um diferencial máximo de 15%, posteriormente reduzido para 5% nas acções (n.º 3); ii) as ofertas terão por objecto a quantidade acordada do contrato, desde que previamente aprovadas pela autoridade competente (n.º 5); iii) a abertura de uma conta em nome do intermediário financeiro para os valores mobiliários objecto do contrato junto da Central de Valores Mobiliários (n.ºs 9, 11 e 12) e de outra conta

Este era o regime até ao CVM, que viria a proceder à revogação do Cód. MVM e dos Regulamentos da CMVM n.ºs 93/7 e 96/4²¹.

Ao contrário do regime anterior, o CVM não dedica nenhum artigo ao contrato de liquidez, nem a CMVM aprovou qualquer Regulamento neste âmbito.

Não estaremos, porém, perante uma operação de fomento de mercado²², prevista no artigo 348.º, n.º 1, do CVM²³?

Apesar do contrato de liquidez ter por finalidade o incremento da liquidez de valores mobiliários e, assim sucedendo, criar condições para a sua comercialização somos da opinião que não deve reconduzir-se a uma operação de fomento de mercado.

São dois os motivos, um de natureza material e outro de natureza formal.

Em primeiro lugar, há que salientar que as operações de fomento têm por subjacente um risco que é assumido pelo intermediário financeiro. O estímulo para o intermediário financeiro celebrar uma operação de fomento é o *spread*. Este risco explica, precisamente, que tais operações estejam inseridas na negociação por conta própria.

Ora, o risco da execução do contrato de liquidez é do emitente. É por conta dele que correm as eventuais mais e menos valias resultantes da compra e venda de acções próprias.

Em segundo lugar, será correcto concluir que este é também o entendimento do legislador. Com efeito, se o contrato de liquidez fosse, efectivamente, uma operação de fomento de mercado a CMVM não deixaria de definir, através de regulamento, a informação que lhe deveria ser prestada, assim como a disciplina no caso da entrega de valores mobiliários ao intermediário financeiro (artigo 351.º, do CVM). Tal não sucede.

junto do intermediário financeiro que iria executar as ordens (n.ºs 10 e 11); *iv*) limites temporais de validade e quantidade das ofertas de contrapartida (n.º 16); *v*) necessidade de autorização prévia da CMVM para a modificação ou cessação antecipada do contrato (respectivamente, n.ºs 18 e 19); *vi*) obrigação de comunicação diária do intermediário financeiro das ofertas emitidas em execução do contrato (n.º 20).

²⁰ Cf. n.º 7 deste Regulamento.

²¹ Cf. artigo 15.º, n.ºs 1, al. a) e 2, do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

²² Sobre as operações de fomento de mercado, *vide* ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Crime de manipulação defesa e criação de mercado*, 2001, 212-216.

²³ No caso afirmativo, o contrato terá de ser comunicado à CMVM – artigo 348.º, n.º 4, do CVM –, sobre pena de corresponder por violação da defesa do mercado [artigo 311.º, n.º 2, al. d), do CVM], e praticar uma contra-ordenação muito grave [artigo 398.º, al. d), do CVM].

Em 2008, à semelhança do que sucedeu em Espanha²⁴, França²⁵ e nos Países Baixos²⁶, a CMVM reconheceu o contrato de liquidez como uma prática de mercado aceite (PMA)²⁷. Para tanto, estabeleceu um conjunto de regras importantes no que concerne às suas condições de celebração e execução²⁸.

²⁴ Em Espanha, a CNMV submeteu em 29 de Janeiro de 2009 a consulta pública um conjunto de actuações preventivas contra o abuso de mercado – “*Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAN)*” – findo a qual reconheceu o contrato de liquidez como prática de mercado aceite desde que observadas as regras previstas na sua Circular 3/2007, de 19 de Dezembro, publicada no BOE, de 12 de Janeiro de 2008, e contendo, em Anexo, uma minuta de contrato de liquidez (link: <http://www.boe.es/boe/dias/2008/01/12/pdf/A02311-02315.pdf>, consultado em 9 de Abril de 2009).

²⁵ Em França, o *contrat de liquidité*, por decisão da AMF, de 1 de Outubro de 2008, foi considerado uma prática de mercado aceite (link: http://www.amf-france.org/documents/general/8464_1.pdf, consultado em 9 de Abril de 2009). No regime anterior, vide HUBERT DE VAUPLANE/JEAN-PIRRE BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, 3.^a ed., 1999, 471-472.

²⁶ Também nos Países Baixos, a Autoridade dos Mercados Financeiros (AFM) emitiu em 27 de Abril de 2007 e nos termos do artigo 4 do Decreto relativo ao abuso do mercado (“*Besluit Markt-misbruik*”), recomendação (“*advise*”) ao Ministro das Finanças com vista ao reconhecimento do *liquidity enhancement contract* como prática de mercado aceite. Segundo a AFM, o contrato de liquidez é uma prática comparável com o *liquidity provider contract* com a particularidade de no contrato de liquidez as perdas/vantagens correrem por conta do emitente. A AFM fez depender, na secção 4 da sua recomendação, o reconhecimento do contrato de liquidez como prática de mercado aceite da observância de regras mínimas destinadas a evitar a sua qualificação como *abuso de mercado* ou prática de *insider trading* (link: <http://www.afm.nl/corporate/default.aspx?folderid=1098&downloadid=9228>, consultado em 29 de Julho de 2009).

²⁷ Ao nível comunitário, vejam-se os artigos 2.º e 3.º da Directiva 2004/72/CE da Comissão, de 29 de Abril de 2004, relativa às modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:162:0070:0075:PT:PDF>, consultado em 9 de Abril de 2009).

Nos termos desta Directiva as práticas dos participantes no mercado que melhorem a sua liquidez são mais susceptíveis de ser aceites do que as práticas que a reduzem (considerando 1) e a sua transparência é um critério fundamental a ter em conta para poder ser aceite pelas autoridades competentes (considerando 2).

Vide ainda, ao nível comunitário, o artigo 1.º, n.º 2, al. a) da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (link <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:PT:PDF>, consultado em 9 de Abril de 2009).

²⁸ CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

Este documento foi apresentado pela CMVM no âmbito das suas iniciativas sobre o abuso do mercado, no Processo de Consulta Pública da CMVM n.º 5/2008 (link: <http://www.cmvm.pt/nr/rdonlyres/d62a05eb-fd19-4de8-8f98-3e628bc93df0/9152/contratosdeliquidez.pdf>, consultado em 9 de Abril de 2009).

Terminado o processo de consulta, este documento foi objecto de duas clarificações, constantes

Na elaboração destas regras foram identificados os factores atendidos para que o contrato de liquidez pudesse ser admitido como prática de mercado aceite, conforme elencados no artigo 2.º da Directiva 2004/72/CE.

4. Contrato de liquidez. Considerações gerais

4.1. Noção e objecto

Segundo a CMVM²⁹, o contrato de liquidez, enquanto prática de mercado aceite, é o contrato celebrado entre uma sociedade aberta (emitente), cujas acções³⁰ se encontram admitidas à negociação em mercado regulamentado³¹,

do Relatório Final da Consulta Pública da CMVM n.º 5/2008 (link: <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/75DEF237-E8D8-4551-ABEE-80FAA0A95770/10081/RelatorioCPMedidasAbusoMercado080811.pdf>, consultado em 9 de Abril de 2009).

A versão deste documento foi publicada na edição on-line do Boletim da CMVM, n.º 184, de Agosto de 2008 (<http://www.cmvm.pt/NR/exeres/EB6FBB52-55DC-4FA7-B3A0-21DD92639B09.htm>, consultado em 9 de Abril de 2009).

As referências a este documento, salvo indicação em contrário, devem ter-se como reportadas à versão publicada no Boletim da CMVM.

Neste âmbito, *vide* artigo 360.º, n.º 1, al. *í*), do CVM, que legitima a divulgação das práticas de mercado aceites e respectivas regras.

²⁹ *Contratos de liquidez ...*, cit.

³⁰ Nos termos do artigo 199.º-A, n.º 3, do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedade Financeiras (RGICSF) e do n.º 1 da secção C, do Anexo I da Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, a acção constitui um instrumento financeiro. *Vide* ainda artigos 204.º, n.º 1, al. *a*) e 1.º, al. *a*), ambos do CVM.

³¹ Nos termos do disposto no artigo 199.º, n.º 1, do CVM, são mercados regulamentados os sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos.

Sobre os requisitos de admissão à negociação em mercado do *emitente*, *vide* artigo 228.º, do CVM, e o artigo 229.º, do CVM, relativamente aos requisitos de admissão à negociação nesse mesmo mercado das *acções*. O processo de admissão à negociação encontra-se previsto nos artigos 233.º e seguintes do CVM.

Neste contexto, veja-se, por exemplo, a Reditus – Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A, Sociedade Aberta (link: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR22317.pdf>, consultado em 9 de Maio de 2009), e a Novabase SGPS, S.A. (http://www.novabase.pt/show-News.asp?idProd=prliquidity_jun09, consultado em 9 de Maio de 2009), sociedades que celebraram contratos de liquidez.

Ao nível de outros ordenamentos e segundo informação da AFM, terão sido celebrados em

e um intermediário financeiro, nos termos do qual a sociedade aberta entrega ao intermediário financeiro acções próprias e/ou disponibilidades monetárias³² a fim de que este, durante o período de tempo acordado, realize operações de compra e de venda no mercado a contado³³, por conta da sociedade das acções por si emitidas, isto é, de acções próprias.

Apesar de nos termos do disposto no artigo 198.º, n.º 1, do CVM, serem três as formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros – mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral e internalização sistemática –, apenas nos mercados regulamentados o contrato de liquidez é uma prática de mercado aceite, estando, portanto, excluído nos sistemas de negociação multilateral e internalização sistemática.

Estas exclusões são compreensíveis.

O funcionamento dos sistemas de negociação multilateral, ao contrário do mercado regulamentado, não tem necessariamente de ser regular. Nessa medida, a celebração do contrato de liquidez dificilmente alcançaria a sua finalidade³⁴.

Na internalização sistemática as transacções têm lugar sem que exista, como nos mercados regulamentados, diversas alternativas de contraparte. A liquidez não é uma preocupação deste sistema de negociação, que não se destina a criar mercado.

Por outro lado, dentro dos diferentes mercados regulamentados e uma vez que tem por objecto acções, o contrato de liquidez, enquanto prática de mercado aceite, só terá lugar no mercado regulamentado de acções, ou seja no “EuroList by Euronext Lisbon, Mercados de Cotações Oficiais”, gerido pela Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.

A sua finalidade consiste em conferir ou aumentar a liquidez das acções do emitente, através de operações de compra e de venda, pelo que não se encontra vedada a sua celebração existindo uma negociação regular e significativa,

França cerca de cento e sessenta contratos de liquidez. Nos Países Baixos, a AFM tinha, até Abril de 2007, autorizado a celebração de sete contratos de liquidez.

³² Encontra-se, pois, proibida, até porque atentaria contra a independência que deve ter o intermediário financeiro, a possibilidade de este afectar recursos monetários próprios para a execução do contrato de liquidez, nem mesmo através do adiantamento de verbas necessárias à execução do contrato.

³³ No Direito espanhol, vejam-se os artigos 1.º e 2.º, n.º 3, da Circular 3/2007, de 19 de Dezembro.

³⁴ Subsiste, porém, a questão de saber se o contrato de liquidez pode ser celebrado quanto a acções negociadas em sistemas de negociação multilateral cujo funcionamento é regular.

em termos de quantidade de transacções ou de acções³⁵. Poderá sempre argumentar-se que se pretende dar mais liquidez às acções³⁶.

O contrato de liquidez não se dirige, nem tem por fim, estabilizar ou determinar o preço das acções. Não é, pois, uma operação de estabilização³⁷ ainda que da sua execução possa resultar uma certa uniformização dos preços de negociação das acções.

Também não é propósito do contrato de liquidez aumentar o número de acções próprias. Através dele o emitente não revela uma verdadeira vontade negocial, no sentido de adquirir/vender acções, mas apenas de efectuar transacções sobre acções próprias de forma a dar liquidez às demais decisões de investimento sobre estas. Sem prejuízo, ao contrário do Direito espanhol³⁸, no Direito português o emitente não se encontra expressamente proibido de negociar acções próprias, dentro ou fora de bolsa, durante a vigência do con-

³⁵ Vide nota 12.

³⁶ Nos Países Baixos, a AFM considerou não haver necessidade de estipular-se um limite de liquidez para a celebração do contrato de liquidez. No seu entender não será previsível a celebração do contrato de liquidez quando as acções do emitente são líquidas, uma vez que, quando assim suceda, o contrato não servirá nenhum propósito e os riscos do mesmo correm por conta do emitente.

³⁷ As operações de estabilização de preços, representando uma forma de manipulação do preço destinadas a mantê-lo, em termos concorrenciais, num certo patamar/intervalo de oscilação, tornando-o mais atractivo para o investidor, são admitidas nos termos do disposto no artigo 349.º, do CVM, que remete para o Regulamento (CE) n.º 2273/2003, da Comissão, de 22 de Dezembro. Neste âmbito, o entendimento da CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit., é o de que o contrato de liquidez não corresponde aos objectivos enunciados neste Regulamento, não podendo beneficiar da exclusão de proibição prevista no artigo 8.º da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro (MAD), por não se tratar nem de programas de compra de acções próprias, nem de medidas de estabilização.

Sobre a operação de estabilização de preço, vide ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Crime de manipulação ...*, cit., 217-222, e RUTE MARTINS SANTOS, *Estabilização de preços e manipulação de mercado – O síndrome da Ilha*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, 2003, 404 ss.

³⁸ Cf. artigo 5.º, da Circular 3/2007, de 19 de Dezembro, que proíbe expressamente ao emissor a realização, directa ou indirecta, de operações adicionais sobre acções próprias durante a vigência do contrato de liquidez, à excepção daquelas cuja ocorrência determinam a suspensão do contrato de liquidez.

MARIA BUENAVENTURA CANINO, *La Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM) y Lo Contrato de Liquidez*, Boletín de La CNMV Trimestre I, 2008, 149, defende que tal proibição decorre do princípio da exclusividade, segundo a qual para que o contrato de liquidez possa ser considerado como uma prática de mercado aceite é condição necessária que durante a sua vigência o emitente não realize, directa ou indirectamente, nenhuma operação adicional sobre as acções próprias.

trato de liquidez. Contudo, esta situação, juntamente com a realização de operações de compra e venda no mercado ao abrigo do contrato de liquidez, aumenta os riscos da efectiva existência de manipulação do mercado.

Destinando-se a assegurar que o contrato de liquidez não é utilizado para aumentar o número de acções próprias, a CMVM³⁹ determinou expressamente que as acções adquiridas ao abrigo do contrato de liquidez não podem ter outro fim que não a posterior alienação em outra operação ao abrigo do contrato. Assim, atingido o seu termo o emitente apenas ficará com acções próprias em quantidade igual à que tenha inicialmente disponibilizado ao intermediário financeiro. Se, nesse momento, se constatar que o número de acções adquiridas na execução do contrato é superior ao inicialmente entregue o intermediário financeiro procederá à venda do diferencial⁴⁰, realizando-a no melhor interesse da sociedade aberta, sem induzir terceiros em erro e respeitando sempre as condições de regular funcionamento do mercado. Quando assim suceda o cumprimento desta obrigação pode vir a dar-se depois do contrato de liquidez já ter cessado.

4.2. *Sujeitos*

O contrato de liquidez envolve dois sujeitos: a sociedade aberta⁴¹, não os seus accionistas, cujas acções se encontram admitidas à negociação em mercado regulamentado, e o intermediário financeiro.

São intermediários financeiros⁴² em instrumentos financeiros as instituições de crédito e as empresas de investimento⁴³ autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal⁴⁴, as entidades gestoras de instituições de investimento colectivo autorizadas a exercer esta actividade em Portugal e ainda as instituições com funções idênticas às anteriormente referi-

³⁹ *Contratos de liquidez ...*, cit.

⁴⁰ A CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit., fala em “saldo remanescente”.

⁴¹ Cf. nota 2.

⁴² Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos ...*, cit., 240-243, e 352 ss. sobre a intermediação em instrumentos financeiros.

⁴³ São empresas de investimento as entidades elencadas no artigo 293.º, n.º 2, do CVM.

⁴⁴ São actividades de intermediação financeira as elencadas no artigo 289.º, n.º 1, do CVM, onde estão incluídos os serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros, elencados no artigo 290.º, n.º 1, do CVM, designadamente a recepção e a transmissão de ordens por conta de outrem.

das autorizadas a exercer em Portugal qualquer actividade de intermediação financeira (artigo 293.º, n.º 1, do CVM).

Porque o seu objecto é a negociação de acções próprias no mercado regulamentado, o prestador dos serviços de liquidez terá, ademais, de estar habilitado para tal, ou seja, terá de ser membro do mercado regulamentado onde as acções próprias se encontram admitidas à cotação⁴⁵.

Há que apreciar se apenas as sociedades financeiras de corretagem⁴⁶ estão habilitadas a celebrar o contrato de liquidez.

Esta questão só se coloca se se enquadrar o contrato de liquidez nas *operações de fomento*, por sua vez inseridas na «*negociação por conta própria*» (artigos 346.º a 351.º, do CVM).

Ora, quanto a esta questão já se viu que tal não é o caso.

Sem prejuízo, sempre se dirá que ainda que se entenda que o contrato de liquidez é uma operação de fomento, sempre a resposta continuará a ser negativa, estando habilitados a celebrá-lo todos os intermediários financeiros que realizam os serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros, em concreto a recepção e a transmissão de ordens por conta de outrem.

Em primeiro lugar, porque a CMVM ao divulgar esta prática de mercado não restringiu os intermediários financeiros que o podem celebrar, apenas determinando que estes são as instituições de crédito e as empresas de investimento.

Por outro lado, tal entendimento não seria compatível com o regime desta prática de mercado, mormente com a obrigação de o intermediário financeiro vender as acções adquiridas na execução do contrato, quando superiores às inicialmente entregues, ou de abrir uma conta de valores mobiliários em nome do emitente junto do intermediário financeiro, para as acções assim adquiridas.

Por fim, numa perspectiva de Direito Comparado, podemos constatar que os ordenamentos que admitem o contrato de liquidez, como prática de mercado aceite, não o restringem às sociedades financeiras de corretagem. Nos Países Baixos, refere-se expressamente o *broker* (sociedade corretora) e a *trading house* (sociedade financeira de corretagem), como partes do contrato de liquidez.

⁴⁵ Neste sentido, CMVM, *Contratos de Liquidez ...*, cit. Cf. artigo 206.º, do CVM.

⁴⁶ Cf. artigos 2.º, n.º 1 e 3.º, n.º 1, do Decreto-Lei n.º 262/2001, de 28 de Setembro, com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, nos termos dos quais às sociedades financeiras de corretagem é permitida a negociação por contra própria e às sociedades corretoras tal actividade é vedada.

Significa, portanto, que as sociedades corretoras podem celebrar contratos de liquidez, e que sempre que o intermediário financeiro seja uma sociedade financeira de corretagem a sua actuação, em execução do contrato de liquidez, não será por conta própria.

Mas será que uma sociedade financeira de corretagem que celebre um contrato de liquidez pode adquirir, por conta própria, acções do emitente actuando como contraparte? Neste caso, teríamos de um lado o emitente, representado pela sociedade financeira de corretagem, a negociar acções próprias e, do outro, sociedade financeira de corretagem a negociar acções por conta própria. É nossa opinião que tal não se encontra vedado, desde que devidamente acauteladas as questões relativas ao conflito de interesses que uma situação desta natureza pode gerar.

Por fim, uma outra questão que se levanta ao nível dos sujeitos, e apenas se se entender o contrato de liquidez como uma operação de fomento de mercado, é saber se a sua execução implica um segundo contrato celebrado pelo intermediário financeiro com um terceiro sujeito: a entidade gestora do mercado regulamentado (artigo 348.º, n.º 2, do CVM)⁴⁷.

Mesmo de acordo com tal tese, a resposta seria negativa, uma vez que cairíamos na excepção prevista no n.º 3, do artigo 348.º, do CVM, segundo a qual quando as actividades de fomento respeitem a valores mobiliários e tal se encontre previsto na lei, em regulamento ou nas regras do mercado em causa, o contrato tem como parte o emitente dos valores mobiliários cuja negociação se pretende fomentar. Isto porque quando assim suceda estão preenchidas as condições que asseguram o controlo quer do emitente, quer da própria operação, não havendo, por isso, necessidade de o contrato ser celebrado com a entidade gestora do mercado, que nem sequer é parte interessada no mesmo. O contrato será celebrado apenas entre o emitente e o intermédio financeiro.

⁴⁷ Nos termos da Regra 4107/1, do Regulamento I da Euronext, resulta que quando a entidade gestora de mercados da Euronext considerar que é do interesse do mercado que a liquidez de um determinado instrumento financeiro admitido seja fomentada, se possa celebrar acordos pelos quais um ou mais membros ou, quando permitido pelo Regulamento II, clientes actuando apenas por conta própria, assumam a função de criador de mercado de tais instrumentos. Nos termos da Regra 1.1., do Regulamento I da Euronext, “criador de mercado” é qualquer membro, ou, relativamente ao mercado de derivados da Euronext, qualquer membro ou cliente de um membro, que se tenha obrigado e tenha sido designado pela entidade gestora de mercados da Euronext competente a fomentar a liquidez de um determinado instrumento financeiro admitido.

Ora, o contrato de liquidez, tendo por objecto acções próprias (valores mobiliários) negociadas em mercado regulamentado e encontrando-se previsto na lei, em regras do mercado divulgadas pela CMVM, incluir-se-ia necessariamente nessa excepção.

5. Regime mobiliário

5.1. *Forma e conteúdo*

Atendendo à preocupação de tornar o contrato de liquidez prática de mercado aceite a autonomia privada foi restringida quando à sua forma e conteúdo.

Relativamente à forma, o contrato de liquidez tem de ser reduzido a escrito. Apesar de esta exigência não se encontrar expressamente prevista, é o que resulta da obrigação de enviar cópia do contrato à CMVM.

No que diz respeito ao seu conteúdo, têm de constar obrigatoriamente do contrato de liquidez os seguintes elementos (*elementos mínimos*)⁴⁸:

- a) Identificação do valor mobiliário objecto do contrato, designadamente quanto à sua natureza, espécie, categoria, valor nominal unitário, quantidade emitida e quantidade admitida à negociação;
- b) Identificação das partes contratantes;
- c) Indicação das obrigações assumidas pelas partes contratantes, nomeadamente a informação que o intermediário financeiro deverá transmitir periodicamente ao emitente para efeitos de acompanhamento da execução do contrato e permitir-lhe cumprir as suas obrigações legais e consentâneas com a prática de mercado, e a proibição de transmissão de informação privilegiada pelo emitente ao intermediário financeiro;
- d) Data prevista para o início da realização das operações, o prazo durante o qual se devam executar e o número de prorrogações admitidas;
- e) Indicação da quantidade de valores mobiliários e de valores monetários inicialmente afectos à execução do contrato, bem como os limites máximos e mínimos (se aplicável) de intervenção no mercado, tanto diariamente como acumulado até ao termo do contrato;

⁴⁸ Cf. CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

- f) A forma de actuar em relação a quaisquer desequilíbrios nos saldos de quantidades de acções ou de valores monetários que coloquem em risco o objecto do contrato de liquidez;
- g) Indicação das contas de valores mobiliários e de valores monetários tituladas pelo emitente e dedicadas à execução do contrato;
- h) Termo de responsabilidade do intermediário financeiro em como possui uma organização interna susceptível de garantir a execução do contrato de liquidez, de forma independente de qualquer outra área de actividade adstrita a negociação de carteira própria⁴⁹, a negociação por conta de outrem e à gestão discricionária de carteiras de clientes;
- i) A forma de remuneração do intermediário financeiro;
- j) Duração do contrato, incluindo prorrogações, que não deve ser superior a 12 meses⁵⁰. Assim, não é lícita a previsão de renovações automáticas cujo termo da renovação ultrapasse o período de 12 meses. Attingido este prazo o contrato deverá considerar-se automaticamente caducado, sem prejuízo de o emitente e o intermediário financeiro, assim querendo, celebrarem um novo contrato⁵¹.

5.2. *Condições de transparência*

As operações efectuadas através do intermediário financeiro, porquanto não são motivadas por uma política de investimento mas por um desejo de aumentar a liquidez das acções, são susceptíveis de induzirem confusão nos participantes⁵².

Neste contexto, é intenção expressa da CMVM⁵³, para ser uma prática de mercado aceite, a *transparência* do contrato de liquidez, isto é, que seja cognoscível, antes e durante a sua vigência. Deste modo, além das obrigações de infor-

⁴⁹ De acordo com a posição sustentada, a referência à negociação própria só terá lugar quando se tratar de intermediário financeiro que seja sociedade financeira de corretagem. Esta obrigação destina-se a evitar o conflito de interesses no evento de a sociedade financeira de corretagem actuar, por conta própria, como contraparte interessada na negociação das acções do emitente.

⁵⁰ CMVM, *Contratos de liquidez* ..., cit.

⁵¹ Face ao regime anterior, o prazo da duração do contrato de liquidez foi alargado em 6 meses. Cf. nota 18.

⁵² Vide MARIA BUENAVENTURA CANINO, *La Iniciativa Contra* ..., cit., 145.

⁵³ *Contratos de liquidez* ..., cit.

mar o mercado em tema de auto carteira⁵⁴, a celebração do contrato de liquidez terá de ser dada a conhecer ao mercado, nos termos infra expostos.

Previamente ao início das transacções em execução do contrato de liquidez⁵⁵, a sociedade aberta deverá, através do sistema de difusão de informação da CMVM e do seu site publicitar, como informação privilegiada⁵⁶, os detalhes do contrato celebrado com o intermediário financeiro, no que respeita: *i*) à identidade do intermediário; *ii*) à importância monetária e à quantidade de valores mobiliários colocadas à disposição do intermediário financeiro; *iii*) à quantidade máxima de acções que pode ser acumulada em carteira em execução deste contrato; *iv*) ao mercado e as acções a que respeita; e *v*) ao prazo de vigência do contrato.

Durante a execução do contrato de liquidez a sociedade aberta deverá, através do sistema de difusão de informação da CMVM e do seu site publicitar, também como informação privilegiada⁵⁷, qualquer alteração ao contrato, bem como a sua suspensão. Também neste período comunicará ao mercado, através do sistema de difusão da CMVM, na secção relativa à comunicação de transacção de acções próprias, com periodicidade trimestral, as operações realizadas ao abrigo do contrato de liquidez, indicando para cada transacção os seguintes elementos⁵⁸: *i*) o intermediário financeiro que a realizou; *ii*) a quantidade transaccionada; *iii*) o tipo de transacção (compra/venda); *iv*) a data da transacção; *v*) o preço unitário e a quantidade de acções detidas ao abrigo do contrato de liquidez após a realização da operação.

Esta publicidade, não permitindo ao mercado conhecer quem são, consoante o caso, os verdadeiros compradores ou vendedores na negociação das acções do emitente, permite, contudo, assegurar a qualidade da informação, afastando a capacidade enganadora do contrato de liquidez, isto é, a sua idoneidade para alterar, de forma artificial, o regular funcionamento do mercado. Através desta, o mercado sabe, ou pode saber, que algumas das transacções de certo valor mobiliário, relativamente a uma das partes nelas envolvidas não é

⁵⁴ Cf. artigo 249.º, n.º 2, al. *ff*., do CVM. Neste âmbito, vide ainda secção *ii*) do capítulo II, – artigos 11.º a 13.º – do Regulamento da CMVM 5/2008, de 2 de Outubro, em particular o disposto no artigo 11.º, n.º 4.

⁵⁵ *Contratos de liquidez ...*, cit.

⁵⁶ Cf. artigos 248.º e 367.º, ambos do CVM.

⁵⁷ Cf. nota anterior.

⁵⁸ O critério de disponibilização da informação é, pois, por transacção, independentemente do número de transacções efectuada em cada dia do trimestre em análise.

fruto de uma decisão de investimento, mas de outra intenção. Nessa medida, o investidor actua ou, pelo menos, pode actuar melhor e racionalmente⁵⁹.

5.3. *Condições de integridade*

Adicionalmente, a CMVM⁶⁰ prevê dois princípios relativamente ao intermediário financeiro: a *exclusividade* e a *independência*.

A *exclusividade* significa que só pode ser celebrado um contrato de liquidez por cada categoria de acções. Assim, só haverá um intermediário financeiro a executar o contrato de liquidez, e só pode ser celebrado um segundo contrato de liquidez quando o primeiro tiver cessado.

Esta exclusividade permitirá, por um lado, saber a proveniência das operações resultantes deste contrato⁶¹ e, por outro, evita a confusão no mercado que resultaria da intervenção de diversos intermediários financeiros ao abrigo de diferentes contratos de liquidez.

Determina ainda a CMVM que o intermediário tem de ser independente na sua estratégia de actuação relativamente ao emitente, o que permite distinguir o contrato de liquidez do contrato de gestão de carteira não discricionária. Significa isto que apenas o intermediário financeiro, aferindo permanentemente os níveis de preços no mercado e ajustando a sua actuação de acordo com a tendência do mercado⁶², é quem toma as decisões de compra e de venda, com vista à execução do contrato, ainda que sempre por conta e risco da sociedade aberta. Nesta medida, deve responsabilizar-se pela independência dos colaboradores adstritos à execução do contrato de liquidez⁶³.

Por outro lado, constitui preocupação da CMVM que esta independência não fique diminuída face à remuneração acordada com o emitente, situação que pode ocorrer facilmente. Com efeito, a remuneração do intermediário financeiro é obtida através da comissão de intermediação. A esta acresce os custos resultantes com a própria execução da operação (comissões pagas à Euro-

⁵⁹ PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, 1.º semestre 1998, 86-87.

⁶⁰ *Contratos de liquidez ...*, cit.

⁶¹ Cf. MARIA BUENAVENTURA CANINO, *La Iniciativa Contra ...*, cit., 147.

⁶² Do incumprimento desta obrigação poderá resultar a obrigação de o intermediário financeiro indemnizar a sociedade aberta dos danos resultantes da sua actuação.

⁶³ CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

next, central de liquidação e, eventualmente, banco liquidatário). Ora, muitas das vezes a comissão de intermediação, apesar de fixa, varia conforme o número operações realizadas. Assim, quanto maior for o número de transacções sobre acções próprias realizadas, maior será a remuneração do intermediário financeiro. Fixar a sua remuneração em função deste critério não será válido à luz do imperativo de independência⁶⁴.

A remuneração do intermediário financeiro, em observância do estabelecido pela CMVM, poderá ser alcançada tomando por referência uma comissão fixa, com periodicidade a acordar, sem prejuízo dos custos de execução da operação. Desta forma, o intermediário financeiro sabe que durante o período de vigência do contrato a sua remuneração é fixa, deixando, por isso, de estar estimulado a realizar um número maior de operações. Apenas os encargos com a execução das operações objecto do contrato de liquidez serão maiores ou menores conforme o número de operações. No entanto, porque o intermediário financeiro se limita a imputar tais custos ao seu cliente sem qualquer comissão para si não tem qualquer incentivo em realizar mais ou menos operações.

A independência do intermediário financeiro não significa nem arbitrariedade, nem ocultação da actuação.

O intermediário financeiro, apesar de não estar sujeito a instruções do seu cliente, não pode deixar de executar as operações de compra e de venda nas melhores condições. Tem, pois, de observar o disposto no artigo 330.º, do CVM. Naturalmente, atendendo ao objecto deste contrato, haverá, por um lado, que aduzir aos elementos elencados no n.º 2 do artigo 330.º, do CVM, a criação de liquidez e, por outro lado, que desatender às regras que postulam diferentes estruturas de negociação, uma vez que o contrato só é executado no mercado regulamentado de acções.

Nestes termos, subsiste a responsabilidade do intermediário financeiro perante a sociedade emitente uma vez que a sua actuação será por conta e no interesse desta.

⁶⁴ No Direito espanhol, o n.º 2 do artigo 2.º da Circular 3/2007, de 19 de Dezembro, determina expressamente que as diferentes condições de remuneração não poderão incentivar o intermediário financeiro a influenciar artificialmente o preço e/ou o volume de cotação, mediante a realização de operações sobre as acções, e proíbe-se que a remuneração possa assentar no número de operações realizadas.

O emitente tem o direito de ser informado diariamente dos movimentos e saldos das contas, quer de valores mobiliários, quer de disponibilidades monetárias, afectas ou resultantes da execução do contrato⁶⁵. Caso contrário, atendendo à independência da actuação do intermediário financeiro, a sociedade aberta não teria como saber da actuação daquele. Ademais, só sabendo dos movimentos e saldos de contas poderá o emitente informar o mercado das acções próprias de que é titular [artigo 249.º, n.º 2, al. f), do CVM], bem como dar cumprimento ao dever de informação trimestral ao mercado das operações realizadas ao abrigo do contrato de liquidez.

Ainda com vista a assegurar a integridade do contrato e a defesa dos interesses do cliente, considerando que durante a execução do contrato de liquidez as disponibilidades monetárias são deste último, assim como são do emitente as acções adquiridas em execução do mesmo, terão de existir duas contas distintas abertas em nome do emitente⁶⁶: a conta de valores mobiliários⁶⁷, onde são registadas as acções entregues e/ou adquiridas pelo intermediário financeiro e a conta de disponibilidades monetárias, onde são lançadas as importâncias pagas e recebidas também na sua execução. Mais não é do que a consagração, ao nível do contrato de liquidez, do dever de segregação patrimonial.

5.4. *Controlo*

O contrato de liquidez é ainda objecto de controlo pela CMVM, antes, durante e depois da sua vigência.

Previamente à sua celebração deve ser enviada cópia do contrato à CMVM pelo emitente⁶⁸.

⁶⁵ Cf. CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

⁶⁶ Cf. CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

Nos Países Baixos, segundo a AFM, todas as transacções efectuadas ao abrigo do contrato de liquidez deverão ser executadas através de uma conta específica aberta exclusivamente para essa finalidade sem se indicar, contudo, o nome do seu titular.

⁶⁷ Neste âmbito, a CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit., exige ainda que a conta de valores mobiliários contenha, pelo menos, os seguintes elementos: quantidade transaccionada, tipo de transacção (compra e venda), a data e hora da transacção, o preço unitário e a quantidade de acções detidas ao abrigo do contrato de liquidez após a realização de cada operação.

⁶⁸ Cf. CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit., e artigo 348.º, n.º 4, do CVM. É nossa opinião que o relevante é o envio prévio do contrato e não a entidade que o faz. Assim, não está impedido o envio do contrato pelo intermediário financeiro.

Durante a sua vigência, a CMVM poderá solicitar ao emitente e ao intermediário financeiro toda a informação que necessitar para acompanhar a sua execução. Encontrando irregularidades no seu cumprimento ou indícios de abuso do mercado, poderá determinar a sua suspensão.

Depois da sua vigência o contrato de liquidez continua a poder ser controlado, uma vez que tanto a entidade emitente, como o intermediário financeiro, têm de manter um registo individualizado das operações realizadas por um período de cinco anos contados desde a data de encerramento das contas – disponibilidades monetárias e valores mobiliários – que lhe estavam adstritas e que deve coincidir com o fim dos deveres e obrigações das partes no contrato.

5.5. *Execução*

Conforme referido, no contrato de liquidez não há uma intenção de investimento mas um aumento do volume de transacções que, não fosse a sua execução, não teria lugar. Através da criação de uma oferta e/ou procura irreais cria-se uma liquidez, também irreal.

Estas operações são susceptíveis de gerar sinais enganadores no mercado e, conforme o momento em que sucedam, podem levar à formação de movimentos artificiais nos seus preços⁶⁹, com tendência a agravar, por exemplo, se o intermediário financeiro sistematicamente introduzir ordens de compra e de venda massivas, ou se o próprio emitente continuasse a transaccionar acções próprias. Efectivamente, não seria muito difícil a uma sociedade aberta cujo capital social estivesse representado por um número de acções não muito elevado, mas com valor nominal⁷⁰ e cotação baixa, e sem acções próprias, empolar o valor das acções. Nestas circunstâncias, sem limites adicionais e observando as regras do mercado regulamentado, bastaria alocar uma importância monetária significativa à execução do contrato de liquidez.

Face a estas preocupações, para o contrato de liquidez ser uma prática de mercado aceite, a CMVM⁷¹ estabeleceu um conjunto de regras de execução.

⁶⁹ Veja-se MARIA BUENAVENTURA CANINO, *La Iniciativa Contra ...*, cit., 141 e 145.

Cf. FREDERICO DA COSTA PINTO, *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, 2000, 88-89.

⁷⁰ Cf. artigo 276.º, n.º 2, do CSC.

⁷¹ *Contratos de liquidez ...*, cit.

Estas regras, que têm por destinatário o intermediário financeiro, entidade responsável pela execução do contrato, apesar de não terem necessariamente de constar do contrato⁷² destinam-se à defesa do mercado, reduzindo, para um nível considerado aceitável, a distorção do mercado através de comportamentos susceptíveis de gerar indicações enganosas sobre a oferta e a procura e, assim, de falsear a negociação⁷³, por manipulação do mercado⁷⁴⁻⁷⁵. Estas regras obrigam o intermediário financeiro a actuar segundo as próprias forças do mercado.

Isto não significa, porém, que a realização de operações de liquidez fora dos parâmetros estabelecidos pela CMVM seja automaticamente ilícita, por manipulação do mercado⁷⁶⁻⁷⁷ e, se for caso disso, por violação do dever de defesa

⁷² Na verdade, a CMVM, *Contrato de liquidez ...*, cit., estabelece, num primeiro momento, as regras de execução do contrato, e, posteriormente, fixa os elementos mínimos que devem constar do contrato. Se compararmos as regras de execução do contrato com os elementos mínimos do contrato podemos concluir que diversas das primeiras regras não constam entre os elementos mínimos do contrato.

⁷³ Neste sentido, *vide* CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

No mesmo sentido, no Direito Espanhol, *vide* MARIA BUENAVENTURA CANINO, *La Iniciativa Contra ...*, cit., 148.

⁷⁴ Conforme observa MARIA BUENAVENTURA CANINO, *La Iniciativa Contra ...*, cit., 142-143, esta preocupação ao nível comunitário remonta ao ano de 2003, com a Directiva 2003/6/CE, de 28 de Janeiro, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado – abuso de mercado, posteriormente completada pelos seguintes diplomas comunitários:

- Directiva 2003/124/CE, de 22 de Dezembro, relativa à definição de informação privilegiada e manipulação do mercado – abuso do mercado (link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:PT:PDF>, consultado em 30 de Julho de 2009);
- Directiva 2003/125/CE, de 22 de Dezembro, relativa à apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses (link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:339:0073:0077:PT:PDF>, consultado em 30 de Julho de 2009);
- Directiva 2004/72/CE, de 29 de Abril, sobre as práticas de mercado aceites, já referida;
- Regulamento 2273/2003, da Comissão de 22 de Dezembro, relativo às derrogações para os programas de recompra e para as operações de estabilização de instrumentos financeiros (link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:336:0033:0038:PT:PDF>, consultado em 30 de Julho de 2009).

⁷⁵ Vide nota histórica de MARIA FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de Ações ...*, cit., 97-102.

⁷⁶ Com entendimento idêntico, relativamente às práticas de estabilização e avançando com diferentes tipos de comportamentos, *vide* RUTE MARTINS SANTOS, *Estabilização de Preços ...*, cit., 425 ss.

⁷⁷ Adicionalmente, pode implicar a responsabilidade criminal dos titulares do órgão de administração e das pessoas responsáveis pela direcção ou pela fiscalização de áreas de actividade do inter-

do mercado⁷⁸ pelo emitente e pelo intermediário financeiro⁷⁹. A sua inobservância abre a porta a comportamentos susceptíveis de gerar indicações enganosas sobre a oferta e a procura das acções, e de falsear a negociação. Contudo, apenas se tais condutas preencherem os respectivos requisitos poderão ser consideradas actos de manipulação do mercado e violação do dever de defesa do mercado⁸⁰. Para evitar tais resultados, a CMVM pode ordenar a suspensão da sua execução por irregularidades no seu cumprimento ou indícios de abuso de mercado⁸¹.

Começando pelas limitações comuns a todas as transacções, o intermediário financeiro encontra-se limitado quanto ao horário de actuação: só pode transaccionar no período normal de negociação estabelecido pela entidade gestora do mercado regulamentado. Não lhe é, pois, permitido transaccionar após o fecho do mercado.

Adicionalmente, com vista a proteger o regular funcionamento do mercado, prevê-se um conjunto de deveres adicionais, ao nível da sua actuação no período normal de negociação. Estes deveres mais não são que a concretização dos deveres de abstenção a que os intermediários financeiros já se encontram obrigados nos termos do artigo 311.º, do CVM⁸². Assim, na execução do contrato de liquidez:

- i) A quantidade transaccionada nos últimos 60 minutos da sessão de bolsa não pode exceder 30% da quantidade total transaccionada ao

mediário financeiro, que tendo conhecimento dessas operações praticadas por pessoas directamente sujeitas à sua direcção ou fiscalização e no exercício das suas funções, não lhes ponham imediatamente termo (artigo 379.º, n.º 3, do CVM). Com maior desenvolvimento sobre este tipo específico, vide ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Crime de Manipulação ...*, cit., 88-91.

⁷⁸ Sobre este dever, vide MARTA CRUZ DE ALMEIDA, *O dever de defesa do mercado*, in *Direito dos Valores Mobiliários IV*, 2003, 385-393.

Poderá representar a violação do dever de abstenção de praticar operações idóneas a pôr em risco a transparência e a credibilidade do mercado, por se tratar de operações imputadas na mesma carteira – a do emitente aberta junto do intermediário financeiro – tanto na compra como na venda, transferência artificial, por não corresponder à operação que lhe está na base [artigo 311.º, n.os 1 e 2, al. d), do CVM].

Cf. ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Crime de Manipulação ...*, cit., 194-196.

⁷⁹ Cf. ainda os artigos 304.º ss. do CVM, relativos à organização e exercício dos intermediários financeiros.

⁸⁰ Aparentemente neste sentido também, vide CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

⁸¹ CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

⁸² A sua violação implica, nos termos do artigo 398.º, alínea d), do CVM, a prática de uma contra-ordenação muito grave.

longo da parte restante dessa sessão⁸³. Qualquer actuação em percentagem superior representaria uma posição dominante na negociação das acções da sociedade;

- ii) Não são permitidas operações de grandes lotes de acções⁸⁴⁻⁸⁵;
- iii) Não é permitido o registo de ofertas sem limite de preço, de ofertas aparentes, nem com duração superior à sessão em que forem introduzidas;
- iv) O *spread* – intervalo de preço – máximo entre as ofertas (de compra e de venda) não pode exceder 5% ou, se inferior, o *spread* máximo permitido pelas regras do mercado regulamentado para os *liquidity providers* (criadores de mercados)⁸⁶ ou pessoas similares;
- v) Nos leilões de pré-abertura e de fecho do mercado, o intermediário financeiro só pode actuar se necessário para proporcionar a concretização dos preços de abertura ou de fecho e sempre em total respeito pelas expectativas de compradores e vendedores⁸⁷. Quando assim

⁸³ Cf. artigo 311.º, n.º 3, al. b), do CVM.

⁸⁴ Nos termos conjugados das Regras 1.1. e 4404/2A, do Regulamento I, Regras de Mercado Harmonizadas, da Euronext, “*operação de grandes lotes*” relativamente às acções no mercado da Euronext significa a operação cujo volume seja igual ou exceda os limites para operações de volume elevado, tal como definidos pelo Regulamento da Comissão n.º 1287/2006, dependendo da média diária do seu volume de operações calculada pela Autoridade Competente relevante e publicada pelo CESR, de acordo com aquele Regulamento.

Pelo menos uma vez por ano ou quando as condições de mercado o exigirem, a Euronext revê e adapta os volumes de operações, definidos por si, de acordo com a Regra 1402 (Regra 4404/2A).

⁸⁵ Cf. artigo 311.º, n.º 3, al. a), do CVM.

⁸⁶ O executor do contrato de liquidez é o intermediário financeiro que, conforme salientado expressamente ao nível da regulamentação dos Países Baixos, não se reconduz ao *liquidity provider*. Cf. nota 47.

⁸⁷ *Vide* as Regras n.ºs 4302 e 4303, do Regulamento I, Regras de Mercado Harmonizadas, da Euronext.

Na negociação em contínuo, o início da mesma pode ser antecedido de um procedimento de leilão de abertura.

O preço de fecho é determinado através de um leilão de fecho.

Cada leilão inicia-se com uma fase de chamada durante a qual as ofertas são automaticamente registadas sem dar lugar a transacções. Durante esse período de chamada, os membros de mercado podem introduzir novas ofertas, bem como modificar ou cancelar as ofertas existentes. Será divulgado e atualizado continuamente um preço indicativo, representando o preço que o sistema determinaria tendo em atenção a situação do Livro de Ofertas Central.

A intervenção do intermediário financeiro poderá ser necessária sempre que, por exemplo, durante o período de chamada não tenham sido introduzidas ofertas. Caso contrário, quando a

sucedam, as ofertas inseridas não podem exceder 10% da quantidade média transaccionada nas 20 sessões normais de bolsa imediatamente antecedentes⁸⁸;

- vi) As ordens de compra estão sujeitas a um limite quantitativo adicional e valorativo. Ao longo de uma sessão de bolsa não podem exceder 25% da quantidade média transaccionada nas 20 sessões normais de bolsa imediatamente antecedentes e não podem, procurando-se observar o princípio da neutralidade, exceder o mais elevado dos dois preços seguintes: a) cotação do último negócio independente anterior; b) preço mais elevado de entre as ofertas de compra independentes existentes⁸⁹;
- vii) As ordens de venda não podem ser inferiores ao mais baixo dos dois preços seguintes: a) cotação do último negócio independente anterior; b) preço mais baixo de entre as ofertas de venda independentes existentes⁹⁰.

negociação se iniciar o valor mobiliário não será negociado por falta de ofertas para a sua aquisição.

No regime anterior, veja-se o Regulamento 91/10, de 5 de Setembro de 1991, da CMVM (link: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/87C264A2-D3C2-4768-802E-EA4EC479909B.htm?WBCMODE=PresentationUnp>) e o artigo 440.º, do Cód. MVM.

Sobre o leilão no regime anterior, *vide* ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *As Fases de Negociação e de Liquidação e Compensação de Operações de Bolsa a Contado*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I, 1999, 210-212.

⁸⁸ Cf. artigo 311.º, n.º 3, al. c), do CVM.

Com maior desenvolvimento sobre a alteração da atribuição de valores, *vide* ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Crime de manipulação ...*, cit., 196-199.

⁸⁹ Estamos perante uma das excepções em que as transacções realizadas têm de cumprir as condições fixadas pelo artigo 5.º do Regulamento (CE) n.º 2273/2003, da Comissão, concretamente a prevista no seu n.º 1.

Entende-se por “*oferta de compra independente*” a oferta de compra relativamente à qual o emittente, através do intermediário financeiro, é terceiro, isto é, uma oferta que não foi feita por aquele.

A expressão “*oferta de compra*” significa ainda oferta do mesmo sinal. Significa que o intermediário financeiro apenas poderá reforçar, *rectius* juntar-se, à oferta do melhor comprador, isto é, do comprador que ofereceu o preço mais alto. Não pode subir tal oferta, ainda que não se encontre impedido de fazer oferta mais baixa. Caso contrário, estaria directamente a influenciar o preço de mercado das acções.

⁹⁰ *Vide* nota anterior, *mutatis mutandis*, quanto a “*oferta de venda independente*”.

A expressão “*oferta de venda*” significa a oferta do mesmo sinal. Significa que o intermediário financeiro só pode reforçar, *rectius* juntar-se, à oferta do pior vendedor, isto é, do vendedor que ofereceu o preço mais baixo para vender as acções. Não pode descer tal oferta, mas não se encontra impedido de subir o preço da venda. Caso contrário, estaria directamente a influenciar o preço de mercado das acções.

O intermediário financeiro encontra-se obrigado a suspender a execução do contrato de liquidez quando, durante a vigência:

- i) For aprovado e iniciado um programa de aquisição de acções próprias⁹¹;
- ii) For realizada uma oferta pública de acções⁹²;
- iii) Tiver sido anunciada uma oferta pública de aquisição sobre as acções da sociedade aberta.

As situações acima elencadas como constitutivas do dever de abstenção não são taxativas.

Não só as partes podem prever outras situações que obriguem à suspensão da execução do contrato, como o intermediário financeiro, dada a sua independência face ao emitente, poderá por sua decisão e atendendo à necessidade de observância do dever de defesa do mercado, suspender a execução do contrato perante algum evento que provoque no mercado alterações anormais do preço das acções ou nas transacções. Poderá ser, por exemplo, a divulgação de resultados do emitente ou a falha nos sistemas de negociação.

Ao contrário do regime anterior⁹³, não há uma consequência específica para a execução de contratos de liquidez em violação das regras acima enunciadas.

6. Regime societário

6.1. *Introdução*

O contrato de liquidez, tendo por objecto a aquisição e a alienação de acções próprias, encontra-se sujeito ao regime societário da aquisição superveniente de acções próprias.

Nas páginas seguintes procurar-se-á concretizar este regime, concretamente, os limites à aquisição e à alienação de acções próprias.

⁹¹ Trata-se, a nosso ver, de requisitos cumulativos.

⁹² Cf. artigos 108.º ss. do CVM.

⁹³ No regime anterior, o n.º 17 do Regulamento 93/7, determinava que a execução de operações de contrapartida com violação das regras previstas no seu número anterior acarretava que tais operações fossem consideradas como operações de carteira própria do intermediário financeiro, não beneficiando da isenção de taxa de operações de bolsa prevista no n.º 5 do artigo 478.º, n.º 5, do Cód. MVM.

No contrato de liquidez a transacção de acções próprias será feita por terceiro.

Quer o intermediário financeiro seja uma sociedade corretora, quer uma sociedade financeira de corretagem a transacção em execução do mesmo será feita em nome e por conta da sociedade aberta. Assim resulta da obrigação de todas as acções adquiridas pelo intermediário financeiro, terem de ser levadas a uma conta criada para o efeito, aberta em nome do emitente.

Isto não impede, como se viu, que a sociedade financeira de corretagem possa actuar, por conta própria, como contraparte nessa transacção.

À entrega de disponibilidades monetárias pelo emitente ao intermediário financeiro não será de aplicar o disposto no artigo 322.º, n.º 1, do CSC. Com efeito, a aquisição de acções próprias nestas circunstâncias será por conta do emitente e não por conta própria e a aquisição prevista no artigo 322.º, n.º 1, do CSC, parece pressupor que as acções próprias sejam adquiridas em nome e por conta própria⁹⁴.

6.2. *Limites gerais*

6.2.1. *Limite quantitativo*

A aquisição está sujeita ao limite dos 10% (artigo 317.º, n.º 2, do CSC). Neste limite há que atender⁹⁵ às acções próprias detidas por intermédio de sociedades dominadas (artigo 325.º-A, n.º 1, do CSC)⁹⁶ e às acções empenhadas (artigo 325.º, n.º 1, do CSC)⁹⁷.

⁹⁴ No Direito espanhol, RICARDO BAYONA GIMÉNEZ, *La Prohibición de Asistencia ...*, cit., 329, designa esta situação de aquisição por pessoa interposta.

⁹⁵ Sobre a eventual contabilização para estes limites de outros direitos da sociedade sobre acções do emitente *vide*, sumariamente, MIGUEL BRITO LOPES, *As Consequências da Aquisição Ilícita ...*, cit., 192-193, nota 21, e autores então referidos.

⁹⁶ Cf. CMVM, *A equiparação da subscrição, aquisição e detenção de acções de uma sociedade anónima por uma sociedade dela dependente ao regime das acções próprias*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, Primeiro Semestre 1998, 133-144, e MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *O princípio da equiparação das acções subscritas, adquiridas ou detidas pela sociedade dominada no capital da sociedade dominante a acções próprias da sociedade dominante*, in *Ciências Jurídicas Civilísticas; Comunitárias; Criminais; Económicas; Empresariais; Filosóficas; Histórias; Políticas; Processuais*, 2005, 445-468.

⁹⁷ Sobre o penhor de acções próprias, vide o nosso *O penhor de acções*, 2.ª ed., 2007, 54-56.

Assim, o contrato de liquidez terá de assegurar o respeito⁹⁸ deste limite máximo⁹⁹.

6.2.2. *Liberação das acções*

A proibição geral de uma sociedade adquirir acções não integralmente liberadas não é relevante nesta sede (artigo 318.º, n.º 1, do CSC), uma vez que só são admitidas à negociação organizada acções de sociedades abertas integralmente liberadas [artigo 204.º, n.º 1, al. a), do CVM].

6.2.3. *Deliberação prévia do colectivo dos sócios*

Uma vez que a execução do contrato de liquidez implica a aquisição e a alienação de acções próprias tais operações terão de ser previamente deliberadas pelo colectivo dos sócios¹⁰⁰, tal como o determinam, respectivamente, os artigos 319.º, n.º 1 e 320.º, n.º 1, ambos do CSC.

O próprio contrato de liquidez tem de ser deliberado pelo colectivo dos sócios?

Não. Apenas a aquisição e a alienação de acções próprias têm de ser deliberadas pelo colectivo dos sócios. O meio através do qual estas operações se efectivam não constitui o conteúdo mínimo de tal deliberação, sem prejuízo de os sócios, querendo, deliberarem especificamente a celebração do contrato de liquidez. No entanto, mesmo neste caso não será suficiente, do ponto de vista societário, aprovar uma deliberação com vista à celebração de um contrato de liquidez, a não ser que estejam devidamente reflectidos na deliberação social os elementos exigidos pelos artigos 319.º e 320.º, do CSC.

O CSC refere duas deliberações sociais em sede de acções próprias: a sua aquisição e a sua alienação.

⁹⁸ A CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit., vai mais longe impondo que no contrato de liquidez se preveja que não seja ultrapassado o limite de 10% do capital em acções próprias.

⁹⁹ Cf. artigo 317.º, n.º 3, do CSC, que prevê as situações em que o limite dos 10% pode ser ultrapassado.

¹⁰⁰ Também assim, CMVM, *Contratos de liquidez ...*, cit.

Excepcionalmente, poderá ser pelo órgão de administração – conselho de administração ou conselho de administração executivo. Assim, sucede, na aquisição, quando por meio dela se evitar um prejuízo grave eminente para a sociedade (artigo 319.º, n.º 3, do CSC), e, na alienação, quando esta for imposta por lei (artigo 320.º, n.º 2, do CSC).

No contrato de liquidez não estamos perante operações isoladas em que, num primeiro momento, ocorra a aquisição de acções próprias, posteriormente acompanhada da sua alienação. Inclusivamente, se o emitente entregar ao intermediário financeiro a sua carteira de acções próprias a primeira operação do intermediário financeiro poderá ser de alienação. Por outro lado, a sua execução poderá implicar sucessivas aquisições e alienações, sempre que só assim se alcance a sua finalidade de atribuir liquidez ao valor mobiliário.

Daqui decorre, em termos societários, que a deliberação do colectivo dos sócios terá por objecto a aquisição e a alienação de acções, pelo que estaremos a falar de uma só deliberação social, ainda que simultaneamente de aquisição e de alienação¹⁰¹. Depois de tomada estará o emitente habilitado a celebrar o contrato de liquidez com o intermediário financeiro¹⁰².

¹⁰¹ Sobre a deliberação simultânea de aquisição e de alienação de acções próprias (*trading* de acções próprias), *vide*, no Direito português, MARIA FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções ...*, cit., 325-327. Segundo esta autora, ob. cit., 326, num contexto de estabilização de cotações, “*basta que a mesma assembleia autorize contemporaneamente os administradores ou directores a adquirir e alienar, fixando os limites mínimos e máximos das acções envolvidas, bem como os prazos dentro dos quais deverá ocorrer e as modalidades que deverão revestir.*”

Vide também MIGUEL BRITO LOPES, *As consequências da aquisição ilícita ...*, cit., 196, nota 25, que admite esta deliberação com fundamento na inexistência de previsão expressa que a proíba.

¹⁰² Questão que divide a doutrina consiste em saber o que acontece numa aquisição de acções próprias não deliberada previamente em assembleia geral.

RAUL VENTURA, *Estudos vários sobre ...*, cit., 366, defende a nulidade dessas aquisições.

JOÃO LABAREDA, *Das acções das sociedades anónimas*, 1988, 97-98, nota 1, de forma expressa, e aparentemente no mesmo sentido, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Os poderes de representação dos administradores das sociedades anónimas*, 1998, 183, nota 337, são partidários da aplicação do regime da representação sem poderes sendo, portanto, o negócio ineficaz (artigo 268.º, do CC).

Quer a posição da nulidade, quer a tese da ineficácia absoluta, são soluções certamente dissuasivas da administração adquirir acções próprias não previamente deliberadas em assembleia geral. Porém, não atendem aos terceiros alienantes, conduzindo à insegurança jurídica. Esta protecção é devida, com particular acuidade, no mercado regulamentado de acções onde a alienação é feita em condições de anonimato.

Por outro lado, a posição da ineficácia absoluta assenta no instituto da representação voluntária, que pouco tem a ver com a representação orgânica das pessoas colectivas. Conforme observa MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito civil português*, I/4, 2005, 45, ao nível das pessoas colectivas não há verdadeira representação. Identicamente, PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria geral do Direito civil*, 5.ª ed., 2008, 328, considera que é duvidoso que se trate de verdadeira representação. Esta posição parece ainda desconsiderar a circunstância de a administração ter poderes – exclusivos e plenos – de representação da sociedade (artigo 405.º, n.º 2, do CSC).

O paralelismo desta situação com a situação em que uma sociedade actua em contrariedade com uma deliberação da assembleia geral, levam-nos a sustentar, conforme MIGUEL BRITO LOPES, *As*

Por outro lado, quer a aquisição, quer a alienação porque onerosas, terão de observar certos limites mínimos que não poderão deixar de estar reflectidos na deliberação social (respectivamente, artigos 319.º, n.º 1 e 320.º, n.º 1, do CSC). Estes limites, apesar de não terem de estar obrigatoriamente previstos no contrato de liquidez, devem ser observados pelo intermediário financeiro, sob pena de a aquisição/alienação das acções próprias ser ilícita¹⁰³. Nesta medida, a sociedade, sempre que não os faça reflectir no contrato de liquidez, deverá, através da sua administração, órgão competente para executar a deliberação, isto é, celebrar o contrato de liquidez, dá-los a conhecer ao intermediário financeiro. Só assim poderá ser respeitado o deliberado.

- Assim, quanto às condições de aquisição:

a) *Número*

Terá, pelo menos, de ser deliberado um número máximo de acções a adquirir e, se o houver, o número mínimo.

b) *Prazo*

Da deliberação terá também de constar o prazo para a aquisição que, no limite, é de 18 meses a contar da sua aprovação. Em termos práticos, este prazo tenderá a ser inferior uma vez que, como se viu, a duração do contrato de liquidez, incluindo possíveis prorrogações, não pode ser superior a 12 meses.

c) *Pessoas*

Uma vez que a aquisição de acções próprias em execução do contrato de liquidez não é feita a pessoa determinada terá apenas de constar da deliberação a menção de que as acções próprias serão adquiridas em mercado regulamentado.

Esta menção, ainda que todas as acções estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado, não será dispensável uma vez que nada impede que as acções sejam adquiridas em operação fora de bolsa e, neste caso, a aquisição seria feita a accionista determinado e teria de se observar o disposto nos artigos 319.º, n.º 1, alínea c) e 321.º, do CSC. Não é este, contudo, o escopo do contrato de liquidez.

consequências da aquisição ilícita ..., cit., 210-211, a vinculação da sociedade perante terceiros de boa fé (artigo 409.º, n.ºs 1 e 2, do CSC).

¹⁰³ Sobre as consequências da aquisição ilícita de acções próprias, *vide* MIGUEL BRITO LOPES, *As consequências da aquisição ilícita ...*, cit., 211-224.

d) *Contrapartida*

Porque a aquisição de acções próprias é onerosa, da deliberação social terão de constar as contrapartidas mínimas e máximas. Também por este motivo não é permitido o registo de oferta sem limite de preço.

A contrapartida corresponderá ao valor pago ao alienante pela aquisição das acções, e não ao custo da mesma. Deste modo, nem a remuneração do intermediário financeiro, nem os custos/encargos com a execução da operação devem ser contabilizados para efeitos de cálculo dos limites da contrapartida.

Quando no âmbito do contrato de liquidez sejam entregues ao intermediário financeiro disponibilidades monetárias destinadas à aquisição de acções próprias dir-se-á que tal montante deverá corresponder a verbas que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, do CSC, possam ser distribuídos aos sócios e que o valor dos bens distribuíveis deverá ser igual ao dobro do valor a pagar por eles (artigo 317.º, n.º 4, do CSC). Nesta situação, o momento relevante para observar esta regra não será o da aquisição¹⁰⁴ (das acções), nem o da entrega de tais quantias ao intermediário financeiro, mas o do pagamento¹⁰⁵, aos sócios vendedores.

Além destes limites, haverá que atender às limitações mobiliárias impostas na execução do contrato de liquidez, designadamente os *spreads* máximos entre as ofertas e aos limites, em termos do preço, das ordens de compra.

- Relativamente às condições de alienação:

a) *Número*

Terá, pelo menos, de ser deliberado um número mínimo de acções a alienar e, se o houver, o número máximo. Atendendo ao disposto pela CMVM, as acções a alienar terão de ser todas as adquiridas ao abrigo do contrato de liquidez, à excepção das inicialmente entregues ao intermediário financeiro que poderão, assim acordado entre as partes, ser restituídas ao emitente.

b) *Prazo*

Também tem de constar da deliberação o prazo para a alienação. O limite máximo são 18 meses a contar da deliberação mas, à semelhança do prazo para

¹⁰⁴ Neste sentido, RAUL VENTURA, *Estudos vários ...*, cit., 365, e PEDRO DE ALBUQUERQUE, in *Código das ...*, cit., 801, notas 4 e 5.

¹⁰⁵ Vide OSÓRIO CASTRO, *A contrapartida da aquisição de acções próprias*, RDES, n.º 3, 1988, 251 ss.

a aquisição, o prazo de alienação efectivo tenderá a ser inferior, atendendo à duração máxima do contrato de liquidez.

c) Modalidade de alienação

Relativamente à modalidade da alienação bastará constar da deliberação a menção que as acções próprias serão alienadas, *rectius* vendidas, em mercado regulamentado.

d) Preço mínimo ou outra contrapartida

O contrato de liquidez pressupõe que a contrapartida da alienação seja pecuniária.

Assim, na deliberação terá de ser fixado um preço mínimo, sem prejuízo das limitações mobiliárias impostas em termos de execução do contrato de liquidez, designadamente os limites, em termos do preço, das ordens de venda, que têm de ser observadas.