



Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
A/C Ex.m.º Senhor
Dr. Paulo Câmara
Departamento Internacional
e de Política Regulatória
Av. da Liberdade, n.º 252
1056/801, Lisboa

V/Ref.º: CP n.º 13/2006

N/Ref.º: DIR/CE/2006/12

DATA: 15/12/2006

Porto, 15 de Dezembro de 2006

Assunto: Consulta Pública sobre os Anteprojectos de Diplomas de Transposição da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF)

Ex.mos Senhores,

A Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais (ATM)¹ agradece, antes de mais, o convite e a oportunidade de expressar a sua opinião na consulta pública² colocada por V. Exas e pelo Banco de Portugal em articulação com o Ministério das Finanças sobre a transposição da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) que fixa as condições de autorização e exercício de actividade das empresas de investimento, dos mercados regulamentados, dos sistemas de negociação multilateral (MTFs) e dos internalizadores sistemáticos.

Esta disposição é bem recebida. Porém, consideramos que em algumas questões existem alternativas mais eficazes que permitam atingir os mesmos objectivos pretendidos com a DMIF, nas quais devem ser compostos os interesses de um mercado livre e competitivo e a protecção dos diferentes interesses presentes no mercado de valores mobiliários, a prossecução da igualdade entre os diversos agents e interessados, nomeadamente dos pequenos investidores.

Enquadramento do trabalho e noções

A CMVM e o Banco de Portugal, em articulação com o Ministério das Finanças, colocaram à consulta pública, até 29 de Dezembro, um conjunto de anteprojectos de diplomas de transposição da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) que fixa as condições de autorização e exercício de actividade das empresas de investimento, dos

¹ Fundada em 1998, a ATM tem intervenção directa ao nível da formação e esclarecimento juntos dos investidores e analistas e na representação institucional dos pequenos investidores junto dos reguladores de mercado, dos decisores políticos e demais instituições relacionadas, procurando sensibilizá-los para as contingências e necessidades específicas dos pequenos investidores. É ainda associada de da EuroShareholders, World Federation of Investor e a International Federation of Technical Analysts.

² Consulta Pública n.º 13/2006 da CMVM de 06 de Dezembro de 2006.

mercados regulamentados, dos sistemas de negociação multilateral (MTFs) e dos internalizadores sistemáticos.

Entre as principais opções de transposição encontram-se:

- a abolição da regra da concentração das ordens em mercados regulamentados, passando as ordens a poder ser executadas também em sistemas de negociação multilateral e por internalizadores sistemáticos.
- a gestão de sistemas de negociação multilateral passa a ser considerada uma actividade de intermediação financeira que só pode ser exercida por instituições de crédito, sociedades financeiras de corretagem e sociedades gestoras de mercados regulamentados.

A DMIF cria, em paralelo aos mercados regulamentados, dois outros meios alternativos de negociação: os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática, visando assim a redução dos custos de transacção, a criação de mecanismos mais exigentes na formação dos preços, bem como maior transparência e concorrência entre os diferentes intervenientes na negociação.

Os sistemas de negociação multilateral definem-se como sistemas que permitem o encontro entre a oferta e a procura de valores mobiliários, com vista a sua negociação, funcionando com base em regras claras e não discricionárias.

A internalização sistemática consiste na negociação de acções por conta própria realizada pelos intermediários financeiros em execução de ordens dos investidores, de forma organizada e sistemática.

Preliminarmente

Ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, seja quais forem as suas características e formas, subjaz sempre a necessidade de protecção dos investidores enquanto agentes que representam a procura e oferta dos valores que formam esse mesmo mercado. Assim, mais do que proteger um qualquer interesse particular, pretende-se proteger o interesse público (o próprio mercado) em dois vectores essenciais: a transparência e a fluidez.

Introdução

Actualmente, em Portugal, as acções são listadas e preçadas num único mercado regulado e concentrado, não permitindo aos seus participantes a escolha do destino para as suas ordens mas garantindo o melhor interesse dos investidores relativamente à transparência na formação de preços. Com a transposição desta directiva, nomeadamente com a abolição da regra da concentração das ordens em mercados regulamentados, abre-se a possibilidade da execução das ordens de diversas formas, onde para além do mercado regulamentado é possível negociar por sistemas multilaterais ou pela internalização das ordens, o que resultará, por cada sistema, diferentes encontros entre a oferta e a procura e portanto equilíbrios diferentes que marcarão preços diferentes. Pelo que importa, desde logo, do ponto de vista teórico e útil numa perspectiva prática, assegurar a noção de preço justo (de referência) a cada momento.

1. Best Execution

A defesa dos interesses dos investidores em valores mobiliários assenta essencialmente no dever de toda a informação divulgada ser pertinente, completa, verídica, actual, clara, objectiva e lícita. O preço é, para o investidor, a informação mais relevante na sua tomada de decisão pois é esta que lhe diz quando comprar e quando vender; as duas únicas variáveis que realmente controla no mercado.

Entendemos, por esse prisma, que a aplicação do princípio de *Best Execution* é um retrocesso completo perante o actual sistema, pois não preenche, na óptica dos interesses dos investidores, a exigência de informação relativamente à oferta e procura por deficiência informativa e favorece as assimetrias de preço.

Aceitar insuficiências de informação de preços e tratamentos desiguais na recepção e execução das ordens, mesmo quando se desigualem, como acontecerá com a aplicação única deste princípio, é distorcer o direito fundamental do investidor a ser informado com completude, veracidade, actualidade, clareza, objectividade e licitude de modo a poder formar uma esclarecida decisão de investimento.

Quando o investidor procura a melhor acção para comprar ou vender, um dos factores determinantes para a sua decisão é o grau de segurança jurídica e económica que a sua opção comporta. Ora, antes de tudo, só é possível aferir se a opção a tomar naquele momento é a melhor se o investidor conhecer, inequivocamente, as condições reais de formação do preço justo de cada acção, não podendo este estar condicionado, nomeadamente por um conceito inócuo como o *Best Execution*, onde a transparência informativa do preço é completamente esvaziada.

Assim, a transparência informativa relativamente a formação do preço (equilíbrio entre a oferta e a procura – melhores compras e melhores vendas com fluidez em todo o mercado e não só num seu fragmento) é o pilar fundamental e imprescindível sobre o qual, pelo menos em última instância, assentam a decisão dos investidores, pelo que importa, sem descuidos ou facilitismos, a consagração de medidas eficazes que tutelem o direito jurídico dos investidores: o de serem verdadeiramente informados do preço justo para cada acção e categoria a cada momento em todo o mercado. Tal só é possível se existir um único ponto de convergência de todos os preços executados no mercado a cada momento, ainda que de multiposto, e com a informação de quem tem (intermediário) a melhor compra e a melhor venda, conseguindo assim a conciliação de uma negociação aberta, livre e competitiva num ambiente *multivenue*³ com a segurança do investidor e direito a ser devidamente informado.

Aliás, leva-nos esta questão para outra ainda mais importante e que é à apropriação dos direitos de autor sobre a formação do preço e do domínio da informação deste.

Actualmente, está convencionado que as Bolsas (mercados regulamentados) que são espaços públicos e não reservados ou confidenciais, em que se privilegia a transparência à opacidade de arranjos particulares, e secretos ou sigilosos, se podem apropriar do conhecimento do preço e como tal fazerem-se pagar pela prestação dessa informação. Acontece, como todos

³ Multiposto/multiproduto

sabemos, que a formação do preço depende somente do equilíbrio natural entre a oferta e a procura dos diferentes intervenientes no mercado, que aí assumem a posição de investidores, pelo que o preço acaba por ser formado apenas pelas expectativas destes relativamente a cada acção que pretende negociar. Pelo que podemos dizer que o preço é formado pelas expectativas do público e concluir que, assim sendo, deveria a informação do preço ser do domínio público, portanto sem o investidor ter de pagar para aceder a essa informação, sem prejuízo de eventualmente ter de suportar custos razoáveis pelo suporte em papel ou outro da informação.

Na verdade, só no mercado de capitais e a coberto da profunda tecnicidade e regulamentação que assume, é que tem corpo a ideia descabida que alguém é dono da autoria do preço quando este é formado por uma multiplicidade de pessoas, individuais e colectivas, que tomam a posição de investidores e que, quixotesicamente, ainda tem de pagar para obter essa informação. Se passarmos esta discussão para o domínio das batatas ou das maçãs, facilmente entenderíamos o quanto é descabido este pressuposto, bastando imaginar que o merceiro nos cobraria um *fee* para nos informar o preço das batatas ou maçãs que pretenderíamos comprar. Até porque, estabelece a Lei do Consumidor⁴ que este, antes de decidir pela sua aquisição, tem o direito de ser informado acerca de todas as características de um produto ou serviço, incluindo o preço. Tendo que o investidor em valores mobiliários, não institucional, é em última instância um consumidor de bens e serviços financeiros, ainda que a poupança seja antitético do consumo, mas com vista a consumir mais no futuro, este deve gozar do mesmo direito a ser informado gratuitamente do preço do produto que vai adquirir; ainda mais, quando ele próprio, é um formador desse preço no mercado.

Assim, se está directiva abre um mercado mais competitivo num ambiente *multivenue* em que os intermediários tentarão ganhar negócio uns aos outros por essa via, este princípio de execução (*best execution*), por razões comerciais, vai promover desigualdades de tratamento entre os diversos segmentos de clientes e vai criar preços de referência em opacidade, irreais e portanto potencialmente enganadores, assim como vai originar, como se pode concluir pela experiência dos EUA⁵ um acréscimo de custos para os intermediários que, obviamente, se vão reflectir no investidor final.

2. Sistemas multilaterais e internalização das ordens como fomento a um mercado livre e competitivo

A transposição da DMIF para o mercado português deve combinar o desempenho económico esperado com um mercado livre e competitivo com o progresso social e jurídico, a dimensão do mercado e a defesa dos investidores. O fomento à competição e a defesa dos investidores ocupam um lugar importante nesta perspectiva integrada, onde não pode ficar alheio a dimensão periférica do nosso mercado (do ponto de vista do número de investidores). Vem daí, a preocupação da ATM que considera que a divisão do volume de negociação pelos vários intermediários e mercados vai fragmentar muito mais o nosso já pequeno mercado, contribuindo para a sua ineficiência e desvalorização. A dispersão de compradores e vendedores resultante desta medida prejudicará a interactividade entre estes e resultará certamente numa

⁴ Artigo 8º da Lei n.º 24/96 de 31 de Julho

⁵ *Payment for Order Flow and Internalization in the Options Markets*. Dezembro de 2002; U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).



preocupante perda de liquidez pela dificuldade de as ordens se encontrarem. Para além de que está dispersão deixa de garantir que as ordens sejam encontradas em mercado regulamentado passando a permitir induzir que os negócios sejam conduzidos por mercados desregulamentados onde não é obrigatório o reporte da transacção enfraquecendo a transparência e aumentando a preocupação com a garantia de que os clientes tenham mesmo a melhor execução das suas ordens.

Ainda que sendo certo que o mercado português, mesmo pequeno e periférico, acaba por comportar um grande número de participantes com diferentes necessidades e problemas que cada intermediário tenta responder da forma mais fácil e competitiva, não se vê grandes dificuldades para ninguém (intermediários) em acomodar essas exigências, dos vários clientes, num sistema electrónico central, na medida em que todos os negócios, internalizados ou não, podem sempre aí ser reportados. Ou seja, deverá ser criado um sistema electrónico central onde todas as ordens devem convergir (tipo ECN⁶) que garanta a todos aceder às mesmas condições de preço, não sendo isso que deixa de ser possível aceitar os diversos pedidos de cada cliente em particular.

Como resultado dessa plataforma central, passaríamos a dispor de um mercado líquido, transparente, unificado mas ao mesmo tempo extremamente competitivo, pois o investidor passaria a ter ao seu dispor um leque de opções para negociar nos diversos mercados e intermediários onde estes continuariam a competir pelo “order flow⁷” e com a garantia que o investidor poderia realmente aceder a qualquer preço de referência, deixando estes de ser exclusivos deste ou daquele intermediário em particular.

Com a centralização das ordens, ainda que com origem em multiposto, teríamos um mercado mais eficiente e transparente pelo seguinte: 1) O *routing*⁸ das ordens, a execução e o reporte seria muito mais rápido e a negociação realmente melhorada; 2) Por sua vez os custos teriam tendência a decrescer, quer porque os intermediários passariam a dispor de um sistema central partilhado a custo muito reduzido (menor do que se criarem uma estrutura interna) onde podiam, inclusivamente, processar a internalização das ordens e porque a competição pelo “order flow” levaria a descida de comissões de transacção e um melhoramento da eficiência do serviço prestado; 3) Determinada estrutura, preço e serviço deixava de ser exclusiva de determinado segmento de clientes e passaria a estar acessível a todos os participantes, deixando que estes escolham dentro dessa variedade de acordo com as suas necessidades, que podem estar a mudar constantemente.

Apesar de todos os benefícios que a ATM reconhece existir num mercado multilateral e em quem que seja possível a internalização das ordens, senão foram tomados os cuidados necessários para garantir um preço justo a cada momento, podemos chegar a um ponto em que

⁶ Electronic Communication Network – Um sistema electrónico de encontro de ordens que permite ao investidor publicitar a sua compra ou oferta, ou executar o negócio sem recurso a um *market maker*.

⁷ Fluxo de ordens – Agregação de pequenas ordens de compra ou venda de acções que o *broker* envia para o *dealer* em troca de pagamentos em *cash*.

⁸ Lista de operações realizadas

o preço de referencia e a liquidez possam ser adversamente afectados. Pelo que a ATM adverte que num mercado extremamente fragmentado mais difícil é de aderir aos princípios de prioridade das ordens. Um hiato de tempo na prioridade, derivada da fragmentação do mercado, reduz a noção do preço justo, a ordem do fluxo do mercado e desincentiva a colocação de ordens limite o que prejudica a liquidez e a protecção dos investidores, para além de, mais importante, permite uma intervenção arbitrária e menos controlada dos intermediários nas ordens dos clientes.

Os EUA possuem há vários anos um mercado multilateral e com possibilidade de internalização das ordens, mesmo não sendo consensual a eficiência desse sistema, tal sistema não tem levantado grandes preocupações pois trata-se de um mercado enorme e extremamente liquido onde é fácil encontrar um preço de referência justo. Até porque o volume negociado pelo NYSE⁹ nos últimos 10 anos¹⁰ tem vindo a aumentar pelo que seria difícil estas medidas afectarem negativamente o mercado americano. No entanto, a ATM acredita que, face a dimensão do mercado português (muito pequeno em liquidez e numero de investidores), esta medida senão for correctamente implementada, o que passa por um sistema de centralização das ordens (tipo ECN), o preço de referência e a liquidez podem ser gravemente afectados.

3. Guidelines na regulação

A ATM procura, antes de tudo, que a regulação da transposição desta directiva, nomeadamente no que respeita a negociação multiposto e internalizada, respeite o interesse público e seja apropriada a defesa e protecção dos pequenos investidores e mantenha o mercado justo e ordenado, pelo que deve assegurar, desde logo, o seguinte:

- a) Informação disponível a brokers, dealers e investidores sobre o preço justo a cada momento e a onde o negociar;
- b) Uma económica e eficiente execução das ordens;
- c) Uma justa competição entre os diversos agentes de forma a reflectir uma justa e equitativa comissão cobrada ao investidor independente do intermediário;
- d) A possibilidade de negociar as ordens dos investidores no melhor mercado;

3.1. Mercado de ordens centralizadas

A ATM considera que a melhor protecção que se pode dar aos investidores e consequentemente ao mercado, é garantir que o mercado seja eficiente, justo e transparente. Tais garantias, com a transposição desta directiva, só podem ser conseguidas se for seguida uma aproximação ao princípio de “mercado centralizado – único”. Entende-se, sob este princípio, que todas as ordens dos diferentes competidores em determinada acção sejam conduzidas para um (ou vários) mercado centralizado e interactivo onde se apliquem as mesmas regras a todos os intervenientes. Desta forma pretende eliminar o risco de, num mercado fragmentado, a diversificação de procedimentos e aplicação de regras, leve a ambigüações que podem ser prejudiciais tanto aos investidores como aos intermediários por inadequação de procedimentos.

⁹ New York Stock Exchange

¹⁰ NYSE Group Volume Records – Top 10 Years

[http://www.nyse.com/nysedata/nysedata/factbook/viewer_edition.asp?mode=table&key=3003&category=3](http://www.nyse.com/nysedata/nysedata/nysedata/factbook/viewer_edition.asp?mode=table&key=3003&category=3)

Num sistema centralizado, todas as ordens devem interagir de acordo com regras de prioridade previamente fixadas e as ordens limite devem residir nesse sistema centralizado de acordo com o princípio de *order book*¹¹.

Um sistema centralizado é tecnologicamente fácil e barato de implementar e terá um custo reduzido uma vez que pode ser partilhado por vários mercados, *brokers* e *dealers* diminuindo o custo para o cliente final (investidor) e aumentando a oportunidade de melhor execução.

Acreditamos que um sistema centralizado não será redutor da inovação e competição, muito pelo contrário, pois apesar do *order flow* entrar num único sistema, os intermediários continuariam a competir pelo fluxo de ordens necessário para que possam internalizar e para que o sistema centralizado onde actuam seja o que melhor referencia de preço oferece. Tal, apenas resultaria na criação de mais e melhores sistemas centralizados à medida das necessidades do mercado e cada vez mais competitivos. Ainda que a entre os vários sistemas (tipo ECN) que se pudessem vir a criar continuasse a existir o perigo dos hiatos de tempo no fluxo de ordens desequilibrar os preços justos, essa ineficiência seria colmatada imediatamente pela arbitragem própria do mercado o que também evitaria que os intermediários manejassem os preços nesses *lags*.

3.1.1. Regulamentação num mercado centralizado

A adopção de um ou vários sistemas de centralização permite uma maior flexibilização na regulação das negociações, pois este sistema seria mais transparente e por isso menos exigente em regulamentação. Com menos restrições e uma regulamentação mais flexível a inovação e competição poderia florescer mais facilmente e dessa forma captar mais investidores para o mercado e aumentar a liquidez. Para além de que seria possível agilizar a criação de novos sistemas de negociação de tal maneira que a inovação tecnológica na criação neste tipo de estruturas poderia crescer sem precedentes.

3.1.2. Transparência

A ATM entende que a disseminação da informação acerca do preço, volume e negócios para ser transparente e gratuita, tem de ser feita em *real-time*, de acesso a todos os intervenientes e garantido que todos podem negociar aqueles valores. Pois de nada interessa ter um preço de referência se esse valor não puder ser negociado ou apenas negociado por determinados investidores de um determinado intermediário. A transparência, nesta perspectiva, é uma regra fundamental na formação justa e eficiente do mercado.

3.1.3. Um tratamento equitativo para todos os investidores

Um mercado centralizado e de acesso a todos garante um tratamento equitativo a todos e a melhor execução ao mesmo tempo que desencoraja práticas de *handling*¹² das ordens dos clientes e de pagamentos pelo *order flow*.

Respondendo, pela mesma ordem, às questões colocadas por V.Ex.as:

¹¹ Membro do mercado que mantém o registo público das ordens e verifica se as transacções são efectuadas de modo apropriado.

¹² Manipulação aproveitando o *order flow* e *lags* de tempo entre as ordens e o mercado.



Q1) A ATM concorda.

Q2) A ATM concorda.

Q3) Afixação dos critérios que definem quando devem ser exigíveis sistemas independentes de controlo interno, de gestão de riscos e de auditoria interna em regulamento da CMVM, torna estanque a sua adequação não permitindo um tratamento igual na medida em que se desiguam, muitas vezes por razões de pomenor. O controlo interno deve visar, essencialmente, objectivos como a legalidade e a regularidade das operações, de forma a incrementar a eficiência do intermediário com uma adequada utilização da estrutura, o cumprimento dos limites legais e o controlo de procedimentos e informação, pelo que terá uma função preventiva, impedindo determinados erros, identificado e mensurando logo que detectados; e correctiva na medida em que os rectifica. É por isso uma medida de gestão que se deve prender-se, forçosamente, com as especificidades particulares de cada intermediário, nomeadamente a dimensão, complexidade e organização interna. A natureza destes critérios, complexidade, dimensão e organização, não devem ser aferidos por mais nenhum critério para além dos existentes. Provavelmente, o que deveria existir, era uma supervisão mais regular (um a dois dias por mês, todos os meses) junto dos intermediários, com abrangência humana adequada a este. Ou seja, na razão do número de clientes. (ex: 3.000 clientes requer uma intervenção 10 vezes ou mais superior em meios do que a um intermediário com apenas 300 clientes).

Q4) A resposta a esta questão tem corpo em toda a explanação acima apresentada, que teve o intuito, principal, de levar ao entendimento que negociar por sistemas multilaterais ou através da internalização das ordens, resultará, por cada sistema, diferentes encontros entre a oferta e a procura e portanto equilíbrios diferentes que marcarão preços diferentes. Dai, senão for assegurado o preço justo (de referência) a cada momento, o investidor deixará de ter uma fonte fidedigna de informação sobre o preço de mercado que lhe permita formar juízos fundados sobre a oferta e a procura dos valores mobiliários que sejam objecto de análise. Como tal, deve ser entendido que o preço de referência deve ser o preço justo, portanto aquele que seja de fácil acesso e não, forçosamente, o que for mais divulgado.

Redutio ad absurdum, se tivermos um grupo de pessoas que no momento de entrarem na porta da esquerda ou da direita, entrarem todas à esquerda com excepção de uma, que entra na da direita, a porta correcta, aos olhos de um observador menos atento, será a da esquerda, mesmo que a da esquerda seja de um WC para mulheres e a da direita um WC para homens e o observador seja ele um homem. Assim, ilustra-se perfeitamente o que pode suceder no mercado, com o observador a tomar como referência o preço mais divulgado, num intermediário onde não pode aceder, por isso um preço inútil para ele. A tudo isto acresce todas as outras preocupações que já tivemos oportunidade de expressar neste documento, nomeadamente no que respeita a liquidez e satisfação das ordens. Posto isto, a ATM não concorda com as opções avançadas.



P1) Considerar que as características do cliente, da ordem, do local de execução e do instrumento são determinantes na ponderação dos factores indicados no artigo 21º quanto ao objectivo de *best execution*, é partir de um pressuposto de distinção de investidores de primeira e segunda categoria e diferentes tratamentos na execução das ordens, o que não pode acontecer. Para além disso são critérios que mais não conseguem do que distorcer o que realmente é importante no mercado que é o preço justo (referência). Ninguém controla o mercado o tempo suficiente para ter razão; o investidor, independentemente do seu perfil, apenas controla o momento de vender e o de comprar (seja a perder ou a ganhar), são estas as duas únicas variáveis que conseguem controlar e que dependem, única e exclusivamente do preço; pois é este que determina os ganhos ou as perdas independente dos pressupostos que suportam e estejam na razão do investimento. Pelo que, as características acima elencadas são inúteis ou pouco úteis, principalmente se ponderarem por cima do preço.

P2 e P3) A ATM, na defesa de um mercado transparente, onde a informação do preço justo é determinante para a negociação, considera importante haver um *bid*¹³ e *offer*¹⁴ de referência (preço justo) nacional de divulgação gratuita ou a baixo custo – até porque o equilíbrio entre a oferta e a procura é formado pelos diversos intervenientes e portanto de domínio público.

P4 e P5) O princípio da *proporcionalidade inversa* encontra-se na regra pela qual a extensão e profundidade da informação a prestar pelo intermediário financeiro ao investidor deve ser tanto maior quanto menor for o seu grau de conhecimento e experiência, assim, partindo do pressuposto da indissolubilidade entre o facto de o investidor profissional, enquanto actividade profissional, ser também um especialista, é suposto ter o mesmo conhecimento da legislação que o intermediário financeiro e a partir dessa assumpção é desproporcional a razão de custo/benefício desta obrigação na medida em não faz sentido ter que assinar um contrato escrito para garantir a defesa do investidor profissional.

P4 e P5) A ATM tem na sua essência a defesa do investidor, mas acredita que essa defesa se preconiza na formação e na informação que lhe deve ser prestada e não num permanente atestado de menoridade que é redutor da inovação, do conhecimento e do mercado. O investidor, enquanto pessoa, deve ter a liberdade de juízo, liberdade de livre arbítrio e liberdade de escolha que não deve estar estritamente balizado por uma norma jurídica. O investidor não deveria fazer aquilo que não sabe e se o faz sem formação ou conselho, sabe que o está a fazer mal, é apenas essa a sua escolha e que deve ser livre. Portanto, a ATM discorda completamente destas medidas e sugere que seja prestada apenas informação completa sobre as características dos produtos e instrumentos de derivados e sejam criados meios para que o investidor consiga obter formação e informação adequada. Alias, é nesse sentido que a ATM esta a desenvolver e orientar o seu plano de actividades para 2007, perspectivando a criação de um centro de *blending learning*¹⁵ com vista a formação dos investidores, onde entre os cursos de

¹³ Ordem de compra

¹⁴ Ordem de venda

¹⁵ Aprendizagem híbrida

análise técnica, análise fundamental, controlo e gestão de risco, direito de contratos e mercado de valores mobiliários, encontra-se cursos específicos para a negociação deste tipo de produtos.

P6) ATM concorda, sendo que quanto maior o *free float*¹⁶, melhor para o mercado, melhor para a empresa e melhor para o investidor.

P7) Tendo em conta as privatizações ocorridas em Portugal, a ATM tem dúvidas em entender o que pode ser considerado o *track record* de uma empresa. Está ligado a uma administração? As condições de mercado? A quê? Para um investidor que se baseie na Análise Técnica (e que não seja *day trader*) ou no *Contrarian/Critical Thinking* ou em *behavioral models* (que dependam do preço histórico), uma acção que vá fazer um IPO¹⁷ em bom rigor nunca seria elegível para negociação por insuficiência (inexistência) de informação de preço histórico. Já para um investidor que se baseie na Análise Fundamental, a falta de históricos de preço de mercado não seria insuficiente para uma tomada de decisão se a empresa tiver um *track record* de demonstrações financeiras. Portanto, é difícil conseguir uma condição perfeita de avaliação para uma empresa que vai ver as suas acções admitidas em mercado regulamentado pela primeira vez. Sendo obvio que quanto mais informação for disponível ao publico, quer quanto ao passado da empresa, quer, mais importante, quanto as perspectivas e planos futuros, sobre os quais se movem as expectativas dos investidores e portanto o preço de mercado, melhor.

P8) Tudo quanto seja facilitar a introdução de novas empresas é bem vindo e etendido.

P9) A necessidade de procurar a igualdade informativa, decorrente do imperativo de proteger os investidores justifica adopção de normas e medidas que visem restabelecer a necessária paridade entre os vários participantes no mercado para o bom e correcto funcionamento deste e não o contrario como acontece com a isenção da transparencia para os grandes lotes. Importa por isso repor eventuais desigualdades e tutelar os investidores perante a eventualidade de outros intervenientes no mercado, mais experientes e qualificados – como é o caso de quem negocia grandes lotes, a actuarem de forma prejudicial a encoberto de uma menor transparência. Assim, defende a ATM que pela transparência no que respeita à negociação de grandes lotes.

P10) Entende a ATM sobre esta questão que deveria era de haver um incentivo a uma maior liquidez e para isso o fundamental é um maior *free float*. O sistema existente é satisfatório e como tal não precisa ser alterado

P11) Transaccionado em mais de um mercado não deveria sequer haver conceito de grande lote.

P12) A ATM não tem opinião sobre este assunto.

P13) A ATM não tem opinião sobre este assunto.

¹⁶ O *free-float* é a percentagem do capital social que se encontra disperso em bolsa e que não sejam tituladas por accionistas de referência.

¹⁷ Oferta Pública Inicial



P14) A ATM discorda neste tema. Deve ser sistemático tal como o mercado organizado.

P15, P16, P17 e P18) Não aplicável.

Sem mais de momento, subscrevemo-nos com elevada consideração e estima.

Com os cordiais cumprimentos,

Pela Direcção

Octávio Romão Viana

Hugo Pires Vieira