

OS SISTEMAS DE NEGOCIAÇÃO MULTILATERAL

Pelo Dr. António Pereira de Almeida⁽¹⁾

SUMÁRIO:

I. As formas organizadas de negociação. 1) Os mercados financeiros. 2) Regime Geral dos Sistemas de Negociação Multilateral. **II. Das plataformas de negociação.** 1) O Euronext Access.

Um dos principais problemas que enfrentam as empresas, em particular as pequenas e médias empresas (*PMEs*), é o acesso ao financiamento, dadas as dificuldades de admissão à negociação em mercado regulamentado e as restrições e custos do financiamento bancário.

O objetivo deste artigo é precisamente divulgar os mercados alternativos ao mercado regulamentado, a funcionar em Portugal, nomeadamente os **Sistemas de Negociação Multilateral**, geralmente designados na Europa por Mutual Trade Facilities (MTFs).

Tanto mais que as MTFs funcionam com êxito na Europa, nomeadamente, através, das plataformas Euronext, Chi-x, UBS, Goldman Sachs, etc.

⁽¹⁾ Advogado — cédula profissional n.º 2802L; Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito de Lisboa; Doutor em Direito pela Universidade de Direito, Economia e Ciências Sociais de Paris (Paris II Pantheon). Consultar nota biográfica aqui <http://www.aapa-law.com/html/cv_apa.html>.

I. As formas organizadas de negociação

1. Os mercados financeiros

Os mercados financeiros, vulgo Bolsas, são formas organizadas de negociação, que se transformaram em *plataformas de negociação*, geridas por uma *Entidade gestora*, através das quais podem interagir múltiplos interesses de negociação de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros.

Com a publicação da Diretiva 2014/65/EU — DMIF II e sua transposição, as *plataformas de negociação* podem revestir as seguintes formas (art. 198.º)⁽²⁾:

- a) Mercados regulamentados;
- b) Sistemas de negociação multilateral;
- c) Sistemas de negociação organizado.

Os mercados regulamentados e os sistemas de negociação multilateral são as plataformas apropriadas para a dispersão e capitalização de empresas — *Initial Public Offers* (IPOs) — e liquidez das ações (*free float market*).

Porém, os **mercados regulamentados** só são acessíveis para as grandes empresas, as quais só têm acesso quando se preveja capitalização bolsista de, pelo menos, um milhão de euros, ou capitais próprios de, pelo menos, 1 milhão de euros, para além de uma dispersão das ações pelo público de, pelo menos, 25% do capital social (art. 229.º).

Já os **sistemas de negociação multilateral**, ou *mutual facilities* (MTFs), como são internacionalmente designados, constituem as plataformas adequadas para as pequenas e médias empresas (PMEs).

Por sua vez, os **sistemas de negociação organizado** apenas têm por objeto instrumentos representativos de dívida, incluindo obrigações titulizadas e licenças de emissão ou derivados (art. 200.º-A/CVM).

Como as pequenas e médias empresas representam mais de 90% do tecido empresarial português, este artigo é dedicado aos **Sistemas de negociação multilateral**, que são geridos, em Portugal, pela Euronext Lisbon e dispõem de 3 sub-sistemas:

- a) O Euronext Access

⁽²⁾ Sempre que for indicado um artigo, sem referência de diploma, reporta-se ao Código de Valores Mobiliários (CVM).

- b) O Euronext Access+
- c) O Euronext Growth

O **Euronext Access** é uma plataforma de acesso ao mercado e ao financiamento de pequenas e médias empresas, enquanto o **Access+** foi criado para facilitar às *startups* e empresas em crescimento o acesso ao mercado **Euronext Growth**, que tem requisitos menos exigentes que o mercado regulamentado, mas confere maior visibilidade e reputação às empresas cotadas, assim como maior liquidez aos investidores.

Os sistemas de negociação multilateral dispõem de um regime menos exigente que os mercados regulamentados, quer quanto à admissão à negociação, quer quanto à divulgação de informação, sem prejuízo das regras imperativas para proteção dos investidores e do mercado.

A admissão à negociação num sistema de negociação multilateral facilita o acesso das pequenas e médias empresas ao capital financeiro, quer inicial (IPO), quer em sucessivos aumentos de capital, reduzindo a dependência do financiamento bancário e diversificando os investidores em mercado secundário.

No entanto, as *startups* e as *scaleups* também podem beneficiar de apoios do Estado, sobretudo em sectores de tecnologia de ponta, bem como de capital de risco, mas sempre com duração limitada.

A Lei n.º 18/2015 de 4 de março⁽³⁾ previa o investimento em capital de risco através de sociedades de capital de risco (SCR), fundos de capital de risco (FCR) e investidores em capital de risco (ICR).

Mas, as *corporate venturing* e os *business angels* são investidores temporários (*bridge financing*), que querem ver a sua saída assegurada, quer através de opções de venda, quer de IPOs.

Porém, em Portugal, a falta de um mercado de capitais com liquidez efetiva para as PMEs, torna muito difícil a saída através de IPOs ou ofertas públicas, o que prejudica o financiamento por estas entidades de capital de risco.

Torna-se, pois, necessário divulgar o funcionamento dos **sistemas de negociação multilateral**, que têm tido pouco acolhimento em Portugal.

⁽³⁾ Revogada pelo Dec.-Lei n.º 27/2023 de 28 de abril, que previa a adaptação daquela lei no prazo de 180 dias.

2. Regime Geral dos Sistemas de Negociação Multilateral

Com o desaparecimento da categoria das *sociedades abertas*, os sistemas de negociação multilateral ficaram sujeitos a um estatuto menos rigoroso que as sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e, nomeadamente, não estão sujeitas aos seguintes deveres:

- deveres de comunicação de participações qualificadas (art. 16.º e segs.)
- divulgação de acordos parassociais (art. 19.º)
- relatório sobre governo das sociedades (art. 29.º-H)
- divulgação de transações com partes relacionadas (art. 29.º-T)
- OPA obrigatória (art. 187.º)

Mas, estão sujeitas à disciplina dos crimes contra o mercado, nomeadamente, abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado (arts. 378.º e segs.)(4).

a) Princípios diretores

Estes mercados financeiros estão sujeitos a princípios diretores comuns para proteção dos investidores e do sistema financeiro, nomeadamente: a **eficiência do mercado**, a **segurança**, a **transparência**, a **integridade** e a **igualdade**.

Estas regras e princípios são, todavia, mais exigentes nos mercados regulamentados, mas foram estendidas a todos os sistemas multilaterais.

A **eficiência** do mercado é um pressuposto básico de funcionamento dos mercados, para facultar o acesso ao mercado por parte dos emitentes e dos investidores.

A **segurança** constitui um princípio fundamental, dada a natureza aleatória destes mercados e os riscos podem ser individuais ou sistémicos.

Os riscos individuais reportam-se aos riscos de mercado, decorrentes de uma evolução desfavorável do instrumento financeiro em causa, ou de falência da contraparte, ou, ainda, aos riscos sistémicos dos sistemas bancários ou financeiros.

(4) V. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Almedina, 2022, Vol. II, p. 265, ss.

A **transparência** é o contrapeso dos riscos de mercado, que são inevitáveis e consiste na informação de regras que assegurem uma informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita.

A **integridade dos mercados** depende, naturalmente, da qualidade da informação, mas também das regras de funcionamento dos mercados e da punição dos crimes de manipulação de mercado e de abuso de informação qualificada (*insider trading*).

O **princípio da igualdade**, estabelecido no art. 15.º do CVM, é um princípio fundamental dos mercados, que, de certa forma, é um corolário dos outros princípios e regras.

Mas, como exceção a este princípio, ao contrário do estabelecido no art. 384.º do CSC, para as sociedades anónimas em geral, em que a cada ação corresponde um voto — salvo as limitações estatutárias legalmente permitidas — e é proibido atribuir voto plural nos estatutos, nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, está expressamente prevista a emissão de ações com **voto plural**, até ao limite de 5 votos por ação (art. 21.º-D).

A intenção do legislador é facilitar o financiamento das sociedades, com recurso aos mercados organizados, dispersando o capital, sem perda da maioria de controlo, que poderá ser assegurada através da atribuição de voto plural a uma categoria de ações, pertencente aos anteriores acionistas dominantes, sendo as novas emissões uma nova categoria sem esse privilégio.

b) Poder normativo

A entidade gestora do sistemas de negociação multilateral tem um poder normativo relativamente às regras de funcionamento do sistema, à semelhança do que se passa com os mercados regulamentados, devendo estabelecer e aplicar regras transparentes e não discriminatórias, baseadas em critérios objetivos, que assegurem o bom funcionamento do mercado, relativas designadamente a (art. 209.º, n.º 1/CVM):

- a) Requisitos transparentes de admissão à negociação ou de seleção para negociação e respetivo processo;
- b) Acesso à qualidade de membro ou participante;
- c) Operações e ofertas;
- d) Negociação e execução de ordens;
- e) Obrigações aplicáveis aos respetivos membros ou participantes;

- f) Funcionamento das operações técnicas, incluindo medidas de emergência para fazer face a riscos de perturbação do sistema.

E, deve garantir que os sistemas de negociação do mercado são resistentes, têm capacidade suficiente para lidar com um número elevado e anormal de ofertas ou mensagens e são capazes de assegurar a negociação ordenada.

c) Membros do sistema

Os sistemas de negociação multilateral são mercados intermediados, através dos membros ou participantes⁽⁵⁾, que são geralmente os intermediários financeiros.

Os intermediários financeiros têm acesso aos mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral. Mas este acesso não é automático. O intermediário financeiro tem de requerer a sua admissão como membro ou participante do mercado, ou recorrer a um membro do mercado para o efeito (art. 206.º, n.º 1, e 223.º, n.º 2).

A admissão dos membros ou participantes compete à entidade gestora, de acordo com princípios de legalidade, igualdade e de respeito pelas regras de sã e leal concorrência, de acordo com regras transparentes e não discriminatórias, baseadas em critérios objetivos (art. 206.º, n.º 3/CVM).

São os membros ou participantes que introduzem as ofertas no sistema, segundo a modalidade adequada e no tempo mais oportuno.

Aos membros ou participantes compete divulgar e dinamizar os sistemas de negociação multilateral junto das empresas e investidores para maior dinamização e liquidez dos mercados.

d) Da admissão e exclusão da negociação

À Entidade gestora compete definir o elenco das operações a realizar, assim como decidir sobre a relação dos instrumentos financeiros para negociação.

A entidade gestora informa a CMVM dos pedidos de admissão, da decisão de admissão e da data de início da negociação de instrumentos financeiros admitidos, bem como da exclusão ou cessação da negociação desses instrumentos financeiros.

(5) A terminologia é indiferente.

Nos termos do art. 204.º, n.º 1/CVM, os valores mobiliários a negociar devem ser fungíveis, livremente transmissíveis, integralmente liberados e que não estejam sujeitos a penhor ou a qualquer outra situação jurídica que os onere.

Os valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado podem ser subsequentemente negociados em sistemas de negociação multilateral sem o consentimento do emitente (art. 205.º, n.º 2/CVM).

Uma admissão à negociação deve cobrir todos os valores mobiliários do emitente da mesma classe, emitidos no momento do pedido ou propostos para serem emitidos para a admissão prevista.

Em consequência, quando forem emitidos valores mobiliários adicionais da mesma classe de valores mobiliários já admitidos à negociação, deve ser feito um pedido de admissão à negociação de tais valores mobiliários adicionais.

A entidade gestora do sistema pode decidir a *interrupção* temporária da negociação quando houver uma variação significativa dos preços de um instrumento financeiro nesse mercado ou num mercado conexo durante um curto período de tempo.

E, pode *suspender* a negociação quando deixem de se verificar os requisitos de admissão ou o incumprimento relevante de outras regras do mercado, desde que a falta seja sanável, ou quando ocorram circunstâncias suscetíveis de, com razoável grau de probabilidade, perturbar o regular desenvolvimento da negociação.

Ou, mesmo, **excluir** da negociação quando deixem de se verificar os requisitos de admissão ou o incumprimento relevante de outras regras do mercado, se a falta não for sanável, ou não tiver sido sanada.

Para a sua tomada de decisão, a entidade gestora deve avaliar se essas medidas são suscetíveis de causar prejuízos significativos aos interesses dos investidores e ao funcionamento regular do mercado.

Por outro lado, a sociedade emitente pode requerer à CMVM a **exclusão** de negociação das suas ações quando essa exclusão tenha sido deliberada em assembleia geral da sociedade por uma maioria não inferior a 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Nesse caso, a sociedade fica obrigada a adquirir, ou a indicar um acionista ou um terceiro que até à data da assembleia geral se obrigue a adquirir, no prazo de três meses após o deferimento pela CMVM da exclusão voluntária da negociação, aos acionistas que não votaram a favor dessa exclusão, as ações de que eram titulares à data da assembleia geral.

A aquisição é realizada mediante contrapartida em dinheiro calculada nos termos do art. 188.º/CVM, devendo tal contrapartida ser caucionada

por garantia bancária ou por depósito em dinheiro efetuado em instituição de crédito (art. 251.º-F/CVM).

e) Das operações de mercado

As operações de mercado são introduzidas no sistema através dos membros ou participantes e são executadas pelo sistema de acordo com regras não discricionais com vista à celebração dos contratos e sua liquidação⁽⁶⁾.

As ordens só podem ser *revogadas* ou *modificadas* até ao momento da execução (art. 329.º).

O intermediário financeiro deve informar o cliente sobre a sua política de execução e executar a ordem de acordo com as condições indicadas pelo ordenador ou, na sua ausência, nas melhores condições, tendo em atenção o perfil do investidor, especialmente se este não for profissional (arts. 330.º a 333.º).

No entanto, o facto de serem negociados nos *sistemas multilaterais de negociação*, não impede que os valores mobiliários possam ser negociados fora das plataformas de negociação, quer diretamente entre as partes interessadas, quer por intermédio de um intermediário financeiro.

Contudo, nos termos do art. 23.º do Regulamento UE nº 600/2014, as **empresas de investimento** asseguram que as transações que efetuem em ações admitidas à negociação nessas plataformas de negociação serão realizadas nessas plataformas ou numa plataforma de negociação considerada equivalente, exceto caso tenham caráter não sistemático, *ad hoc*, irregular e ocasional, ou sejam efetuadas entre contrapartes elegíveis e/ou profissionais e não contribuam para o processo de determinação de preço.

A intenção é evitar que um intermediário financeiro cruze internamente ordens de clientes sem que o seu sistema seja reconhecido como *internalizador sistemático*.

Mas, por força do art. 330.º, n.º 7, a execução de ordens de clientes fora de uma plataforma de negociação depende de consentimento expresso do cliente, o qual pode ser dado sob a forma de um acordo geral ou em relação a cada operação.

A **liquidação** das operações deve ser organizada de acordo com princípios de eficiência, de redução do risco sistémico e de simultaneidade dos créditos em instrumentos financeiros e em dinheiro.

⁽⁶⁾ V. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Almedina, 2022, Vol. II, p. 113, ss.

Os direitos patrimoniais inerentes aos valores mobiliários vendidos pertencem ao comprador desde a data da operação (art. 210.º, n.º 1/CVM).

f) Das ofertas públicas

Nos termos do Regulamento UE n.º 2017/1129, **oferta pública de valores mobiliários** “*é uma comunicação ao público, independentemente da sua forma e dos meios utilizados, que apresente informações suficientes sobre os termos da oferta e os valores mobiliários em questão, de modo a que um investidor possa decidir da aquisição ou subscrição desses valores mobiliários. Esta definição é igualmente aplicável à colocação de valores mobiliários através de intermediários financeiros*”.

As ofertas públicas podem ser de distribuição ou de aquisição (OPAs). As ofertas públicas de distribuição podem ser de subscrição (IPO) ou de venda (OPV).

Como se deixou referido, os Sistemas de negociação multilateral não estão sujeitos a oferta pública obrigatória (art. 187.º). Nem, em princípio, a admissão à negociação dos valores mobiliários no sistema está necessariamente sujeita a oferta pública (IPO), como, melhor, à frente se explicitará.

Porém, a oferta pública poderá ser um meio voluntário de admissão à negociação nas referidas plataformas.

Mas, como emitente opte pela realização da IPO, deverá elaborar um prospeto, o qual fica sujeito a todos os direitos e obrigações previstos no Regulamento UE n.º 2017/1129 e à supervisão da CMVM.

No entanto, tratando-se de PME's sem ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, o prospeto poderá ser simplificado, nos termos dos arts. 13.º e 14.º do Regulamento, de modo a facilitar a obtenção de fundos nos mercados de capitais e evitar encargos desnecessários aos emitentes.

O *prospeto simplificado* deverá conter as informações concisas relevantes que sejam necessárias para que os investidores possam compreender:

- a) as perspetivas do emitente e as eventuais alterações significativas na atividade e na situação financeira do emitente e do garante que tenham ocorrido desde o final do último exercício, caso aplicável;
- b) os direitos inerentes aos valores mobiliários;
- c) as razões da emissão e o seu impacto no emitente, inclusive na sua estrutura de capital global, e a utilização das receitas.

As ofertas públicas ficam sujeitas a princípios para proteção dos investidores e eficiência do mercado.

O **princípio da igualdade de tratamento**, que percorre todo o processo de lançamento da oferta, desde a informação prévia ou preliminar até ao rateio das subscrições (art. 112.º), com a ressalva excecional da possibilidade de preços diversos consoante as categorias de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do oferente (art. 124.º, n.º 2).

O **princípio da estabilidade da oferta**, que se traduz na proibição de o oferente revogar a proposta ou alterá-la durante o processo (arts. 128.º a 130.º), salvo em caso de alteração das circunstâncias e mediante autorização da CMVM (art. 128.º)⁽⁷⁾.

II. Das Plataformas de Negociação

Conforme atrás referido, os Sistemas de negociação multilateral, que são geridos, em Portugal, pela Euronext Lisbon, dispõem de 3 plataformas de negociação: o Euronext Access, o Euronext Access+ e o Euronext Growth.

1. O Euronext Access

a) Características

O **Euronext Access** é um Sistema de Negociação Multilateral, gerido pela Euronext, que proporciona às pequenas e médias empresas um acesso fácil ao mercado de capitais, mediante regras menos exigentes do que as do Mercado Regulamentado e do Euronext Growth.

Uma admissão à negociação permite o financiamento do crescimento da sociedade e também contribui fortemente para a sua reputação e confiança dos clientes, fornecedores e Bancos.

O Euronext Access tem dois segmentos: o Segmento Padrão e o Euronext Access +.

O **Euronext Access +** é um segmento específico, que pode ser uma transição para o Euronext Growth, com regras um pouco mais exigentes, mas que beneficia de maior visibilidade e notoriedade.

(7) Para maior desenvolvimento, v. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p. 283, ss.

Os Emitentes podem optar por ser admitidos no Euronext Access + no momento da admissão inicial, ou podem transitar do Segmento Padrão para o Euronext Access + assim que preencherem os requisitos exigidos.

b) Admissão à negociação

Não há exigências mínimas de participação acionista e/ou de capitalização bolsista mínima em relação aos valores mobiliários do Emitente, exceto caso o Emitente opte pelo Euronext Access +.

A primeira admissão à negociação de valores mobiliários, em qualquer dos segmentos do Euronext Access, pode ser alcançada por uma de três vias:

- Oferta Pública;
- Colocação Privada;
- Admissão Técnica.

(i) Oferta pública

A **Oferta Pública** não é obrigatória na admissão à negociação no Euronext Access.

Mas, quando o requerente opte pela Oferta Pública, fica sujeito às regras estabelecidas no CVM (art. 108.º e segs), assim como ao Regulamento UE n.º 2017/1129.

Considera-se pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados e a indeterminação dos destinatários não é prejudicada pela circunstância de a oferta se realizar através de múltiplas comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados.

A oferta pública tem de ser assistida por um **Promotor**, que tem de ser obrigatoriamente um intermediário financeiro, a quem compete a preparação e pedido de aprovação do prospeto (art. 337.º).

O Emitente poderá, ainda, celebrar com o Promotor, ou com outro intermediário financeiro, um **contrato de colocação**, pelo qual este obriga-se a adquirir, no todo ou em parte, para si ou para outrem, os valores mobiliários que não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta (*Underwriting*) (art. 338.º).

Também pode celebrar um contrato de **tomada firme**, pelo qual o intermediário financeiro adquire os valores mobiliários que são objeto de oferta

pública de distribuição e obriga-se a colocá-los por sua conta e risco nos termos e nos prazos acordados com o emitente ou o alienante (art. 339.º).

(ii) Colocação privada

Na colocação privada, as ações são vendidas a um limitado número de investidores elegíveis, particularmente investidores profissionais e institucionais, nomeadamente Bancos, OICs e Fundos de Pensões.

Uma primeira admissão à negociação no Euronext Access através de Colocação Privada não exige, como condição, a publicação de um Prospecto e não há exigências mínimas de participação acionista e/ou de capitalização bolsista mínima em relação aos valores mobiliários do emitente, exceto caso o emitente opte pelo Euronext Access +.

Mas, é necessário um **“Documento Informativo”** que contenha informação sobre os ativos e passivos, a situação financeira, os lucros e prejuízos, as projeções do Emitente e sobre os direitos inerentes aos valores mobiliários em causa, que permita aos investidores a sua tomada de decisão de investimento. O documento deverá conter, ainda, uma descrição detalhada da estrutura acionista.

A colocação privada é adotada quando os requerentes querem evitar a complexidade de uma oferta pública para obterem capital adicional

(iii) Admissão técnica

A **“Admissão Técnica”** é uma admissão no Euronext Access de valores mobiliários já admitidos à negociação noutro mercado organizado ou reconhecido como equivalente pela Euronext, sem que o Emitente capte capital mediante a realização de uma Oferta Pública ou de uma Colocação Privada.

Assim, se um emitente for admitido à negociação no Mercado Regulamentado, poderá ser elegível para Admissão Direta no Euronext Access, na sequência de um pedido do emitente.

Um Emitente da UE também pode procurar utilizar o procedimento de “passaporte” para aderir a um ou mais mercados organizados da Euronext, ou seja, utilizando um prospecto aprovado por outra autoridade competente da UE.

Porém, o mercado geralmente aprecia mais um IPO ou colocação privada efetuada através de um aumento de capital. Se os acionistas existentes também pretenderem vender uma parte dos seus valores mobiliários,

estes podem ser propostos sob a forma de colocação adicional ou vendidos no mercado secundário após a admissão à negociação.

Não é necessário um prospeto, mas o Emitente deve anunciar através da divulgação de um comunicado de imprensa/anúncio que o Documento Informativo estará disponível no sítio da internet (*website*) do Emitente.

c) Obrigações permanentes

No Euronext Access, o Emitente apenas é obrigado a publicar, no seu *website*, as **demonstrações financeiras anuais**, nos termos legais.

Mas, deve manter o *website* atualizado, contendo informações gerais sobre suas operações, governo societário e contactos.

A Euronext reserva-se no direito de solicitar aos Emitentes que enviem à Euronext outras informações consideradas significativas pela Euronext e que essas informações sejam divulgadas ao mercado sempre que, na sua opinião, as referidas informações sejam relevantes para o mercado e para os investidores.

Embora não seja obrigatório para os Emitentes admitidos no Access, a Euronext **recomenda** a divulgação ao mercado de informação relativa à notificação e divulgação de participações qualificadas, bem como as disposições sobre o governo societário.

São igualmente aconselhados a publicar um relatório financeiro semestral, com uma tabela que indique os principais números do período anterior (volume de negócios, resultados operacionais e resultados líquidos), bem como as notas a este respeito. A publicação destes números deverá, idealmente, ocorrer dentro de três meses.

A Euronext pode proceder à **exclusão** das ações sempre que exista fundamento suficiente, nomeadamente:

- incumprimento manifesto por parte do Emitente das obrigações e dos requisitos previstos nas Regras da Euronext, após ser advertido;
- processo de falência ou qualquer outro processo similar de insolvência contra o Emitente;
- admissão à negociação [das ações admitidas à negociação no Euronext Access] no Euronext Growth ou num Mercado Regulamentado gerido por uma Entidade Gestora de Mercados da Euronext;
- a pedido de uma pessoa ou conjuntamente de um grupo de pessoas que detenham 90% das ações do Emitente;

- quando uma pessoa ou grupo de pessoas que detenham 95% dos direitos de voto, lance uma oferta pública de aquisição aos acionistas minoritários;
- ocorram factos ou circunstâncias relativos ao Valor Mobiliário que, no entender da Euronext, podem, nomeadamente, perturbar ou comprometer o regular desenvolvimento da negociação do Valor Mobiliário ou que leve a Euronext a acreditar que não pode ser mantido um mercado regular, ordenado e eficiente para o Valor Mobiliário;
- ocorram factos ou acontecimentos em relação ao Emitente que, no juízo da Euronext, sejam prejudiciais à reputação da Euronext como um todo;
- o Emitente ou os seus Beneficiários Efectivos integrem a Lista de Sanções da UE ou a lista elaborada pelo *Office of Foreign Assets Control* (OFAC).

2. O Euronext Access +

a) Características

O Euronext Access +, lançado em junho de 2017, é um compartimento do Euronext Access, concebido tanto para *start-ups* como para PME e ajuda-as a fazer uma transição suave e aclimação a outros mercados Euronext, nomeadamente em termos de comunicação com investidores e transparência.

As empresas admitidas à negociação no Euronext Access + recebem um apoio adicional e as suas ações beneficiam de uma maior visibilidade.

As empresas para se inscreverem para listagem neste novo compartimento, devem cumprir os critérios a seguir enunciados.

b) Admissão à negociação

Os emitentes podem optar por ser admitidos no Euronext Access + no momento da admissão inicial no Euronext Access ou podem optar por transitar do segmento padrão para o Euronext Access + assim que preencherem os requisitos exigidos.

Porém, para que os valores mobiliários representativos de capital sejam admitidos no Euronext Access + (inicialmente ou por transferência), o emitente deve demonstrar que:

- Os valores mobiliários representativos de capital com um valor, de pelo menos, **€ 1 milhão estão dispersos**, de acordo com a definição de “*Free Float*”;
- Demonstrações financeiras cobrindo pelo menos dois anos, incluindo contas auditadas do ano anterior;
- No caso de transição, publicou ou entregou demonstrações financeiras anuais certificadas ou contas pro forma, consolidadas quando aplicável, relativas a um ano financeiro imediatamente anterior à primeira admissão à negociação para o Euronext Access.

“*Free float*” ou **flutuação livre** é uma terminologia utilizada no mercado de capitais que se refere às ações que uma empresa destina à livre negociação no mercado e designa, portanto, as ações que se encontram em circulação, excluindo-se aquelas pertencentes aos acionistas controladores e aquelas mantidas na tesouraria da sociedade.

Normalmente, empresas com *free floats* maiores são conhecidas por serem menos voláteis. Por outro lado, ações com menor *free float* tendem a ser mais voláteis, apresentando liquidez limitada e maior *bid-ask spread*, devido ao número limitado de ações disponíveis para negociação. Normalmente, os investidores institucionais optam por investir em ações com um *free float* maior, pois podem negociar um número substancial de ações sem causar um grande impacto no preço das mesmas.

Os Emitentes que se candidatam a uma admissão à negociação no Euronext Access + devem nomear um **Promotor** de forma permanente, para ajudá-los no pedido de admissão à negociação (*listing sponsor*) e em relação à sua atividade no Euronext Access +.

Cada Promotor deve, no que respeita à primeira admissão à negociação, certificar por escrito à Euronext, nomeadamente, que:

- i) facultou ao Emitente toda a informação relevante referente a exigências legais e regulamentares relativas à primeira admissão à negociação em perspectiva;
- ii) verificou que o Emitente reúne todas as condições relativas à primeira admissão à negociação, tal como descrito nas regras de mercado relevantes;
- iii) a estrutura acionista necessária para a primeira admissão à negociação no Euronext Access + é ou será provavelmente atingida no que respeita ao Emitente, bem como os detalhes das institui-

ções financeiras (se existirem), responsáveis pela colocação dos Valores Mobiliários a serem admitidos à negociação em qualquer mercado e os termos e condições acordados com estas instituições em relação à colocação;

- iv) um Prospeito aprovado pela Autoridade Competente, nas ofertas públicas, ou um Documento Informativo é disponibilizado publicamente, permitindo aos potenciais investidores tomar uma decisão de investimento informada relativamente ao Emitente e aos valores mobiliários a admitir à negociação;
- v) desenvolveu uma *due diligence* relativamente ao Emitente, de acordo com as práticas de mercado geralmente aceites;
- vi) verificou que o Emitente tomou medidas satisfatórias para assegurar o cumprimento das respectivas obrigações de informação e de divulgação, permanentes e periódicas, e dos requisitos impostos pelo Regime do Abuso de Mercado (como as *insider lists*) na Regulamentação Nacional e nas Regras de Mercado relevantes.

c) Obrigações permanentes

Os emitentes admitidos à negociação no Euronext Access + são obrigados a cumprir certas obrigações adicionais e são obrigados a nomear e a ter um **Promotor de forma permanente**.

Para além dos referidos casos de exclusão do Euronext Access, um Emitente será removido do Euronext Access + se deixar de cumprir com as obrigações permanentes aplicáveis ao Euronext Access +, nomeadamente quanto ao *free float* e demonstrações financeiras.

3. O Euronext Growth

a) Características

O **Euronext Growth** foi criado em Maio de 2005 (*ex Alternext*) e é também um Sistema de Negociação Multilateral, gerido pela Euronext, mas com um regime mais rigoroso do que o do Access, mas menos exigente do que o Mercado Regulamentado.

Destina-se às pequenas e médias empresas que desejam beneficiar de um acesso simplificado à Bolsa para financiar o seu desenvolvimento, mas

ainda não estão em condições de aceder às exigências do Mercado Regulamentado.

b) Admissão à negociação

A primeira admissão a negociação de qualquer valor mobiliário no Euronext Growth poderá ser alcançada por transição do Euronext Access, por Oferta Pública, por Colocação Privada ou por Admissão Direta.

Em qualquer caso, a admissão à negociação exige que o emitente alocue um valor mínimo de, pelo menos, **2.5 milhões de euros de valores mobiliários disponíveis para negociação no Mercado Euronext Growth.**

Por outro lado, salvo decisão em contrário da Entidade Gestora, cada emitente deve ter publicado ou prestado contas anuais auditadas ou contas *pro forma*, consolidadas se for caso disso, relativamente aos dois exercícios que precedem o pedido de admissão à negociação dos valores mobiliários representativos de capital e caso o exercício mais recente tenha terminado há mais de nove meses relativamente à admissão à negociação, o emitente deve publicar documentos de prestação de contas intercalares.

Os documentos de prestação de contas relativos aos dois últimos exercícios económicos anteriores devem ser auditados pelos auditores indicados pelo emitente em causa.

A admissão à negociação pode processar-se mediante uma Oferta Pública, observando o respetivo regime, ou através de uma Colocação Privada ou Admissão Técnica, nos termos supra indicados.

Um Emitente pode candidatar-se a uma **transferência** para o Euronext Growth através de uma admissão direta, se demonstrar que os Valores Mobiliários com valor de, pelo menos, € 2,5 milhões, estão dispersos e o Emitente tiver cumprido os requisitos/obrigações impostas ao Euronext Access+ por um período de dois anos (ou menos, se dispensado pela Euronext).

Se um emitente for admitido à negociação no Mercado Regulamentado, na sequência de um pedido do emitente, poderá ser elegível para Admissão Direta em qualquer Mercado Euronext Growth.

Os Emitentes que se candidatem a uma admissão à negociação no Euronext Growth devem nomear um **Promotor** para ajudá-los no pedido de admissão à negociação (*listing sponsor*).

A Entidade Gestora de Mercados da Euronext pode impor ao Emitente, em casos específicos, requisitos suplementares de admissão ou condições adicionais, sempre que, razoavelmente, o considere adequado, ou exigir do Emitente qualquer documentação e informação adicionais.

A Entidade Gestora de Mercados da Euronext **pode recusar** um pedido de primeira admissão à negociação de Valores Mobiliários, com base em fundamentos adequados, nomeadamente, se considerar que:

- i) o Requerente não cumpre um ou mais dos requisitos impostos, ou qualquer Regulamento Nacional aplicável; ou
- ii) a primeira admissão à negociação dos Valores Mobiliários pode ser prejudicial aos interesses do mercado como um todo, ao funcionamento regular, ordenado e eficiente de qualquer Mercado Euronext Growth ou para a reputação dos Mercados Euronext Growth e/ou das Entidades Gestoras de Mercados da Euronext, no seu conjunto;
- iii) um Valor Mobiliário já admitido à negociação noutra mercado e o Requerente não cumpriu ou não está em conformidade com as obrigações resultantes de tal admissão à negociação; ou
- iv) o Requerente, algum dos membros do seu Conselho de Administração (incluindo membros do conselho fiscal) ou dos seus beneficiários efetivos constam da Lista de Sanções da UE ou da lista estabelecida pelo OFAC (*Office of Foreign Assets Control*).

c) Obrigações permanentes

O Emitente deve manter um Promotor de forma permanente.

Cada Emitente deve publicar, no prazo de quatro meses após o termo do segundo trimestre do respetivo exercício, um relatório de atividade e contas semestral.

O relatório e conta semestral deve incluir as demonstrações financeiras semestrais consolidadas, sendo caso disso) e o correspondente relatório de gestão.

Cada Emitente deve, com, pelo menos, dois dias de negociação relativamente à sua ocorrência, divulgar à Entidade Gestora de Mercados da Euronext os eventos societários relativos aos Valores Mobiliários que se possam refletir no funcionamento regular, ordenado e eficiente do mercado.

A Entidade Gestora de Mercados da Euronext **pode excluir** da negociação Valores Mobiliários admitidos à negociação do Mercado Euronext Growth:

- i) a pedido do Emitente em questão;
- ii) por sua própria iniciativa, como operador de mercado, ou da CMVM.

Caso o **pedido de exclusão** dos Valores Mobiliários seja apresentado pelo Emitente, aplicam-se os seguintes procedimentos:

- i) o Emitente dos Valores Mobiliários relevantes deve apresentar um pedido e indicar os fundamentos relevantes para a exclusão;
- ii) sujeito à verificação das condições relevantes para a exclusão da negociação de Valores Mobiliários, a Entidade Gestora de Mercados da Euronext determina a data na qual a exclusão dos Valores Mobiliários produzirá os seus efeitos.

Sem prejuízo do disposto acima, a Entidade Gestora de Mercados da Euronext pode decidir não excluir da negociação Valores Mobiliários a pedido do emitente, se tal exclusão afetar adversamente o funcionamento regular, ordenado e eficiente do mercado.

A Entidade Gestora de Mercados da Euronext **pode excluir** da negociação Valores Mobiliários admitidos à negociação em qualquer Mercado Euronext Growth por sua própria iniciativa por quaisquer fundamentos adequados, nomeadamente:

- i) incumprimento manifesto por parte do Emitente das obrigações e dos requisitos previstos nas Regras ou no Formulário de Admissão; ou
- ii) o Emitente dos Valores Mobiliários tiver sido declarado insolvente (ou tiver sido declarado procedimento análogo em qualquer jurisdição); ou
- iii) no entender da Entidade Gestora de Mercados da Euronext, ocorram ou tenham ocorrido factos ou circunstâncias relativas ao Valor Mobiliário que impeçam a manutenção da negociação desse Valor Mobiliário, ou que a mesma entidade considere que da manutenção da negociação resulta afetado o funcionamento regular, ordenado e eficiente do mercado; ou
- iv) ocorram ou tenham ocorrido factos ou desenvolvimentos a respeito do Emitente que no juízo da Entidade Gestora de Mercados da Euronext sejam prejudiciais à reputação da Euronext como um todo; ou
- v) o Emitente ou os seus Beneficiários Efetivos integrarem a Lista de Sanções da UE ou a lista elaborada pelo OFAC (*Office of Foreign Assets Control*).