

Fevereiro de 2006

Editorial



Jorge de Brito Pereira
jbp@plmj.pt

O Direito dos Valores Mobiliários tem sofrido uma importante e atribulada reforma nos últimos anos, seja em Portugal, seja em outras jurisdições.

Em Portugal o processo reformativo iniciou-se em 2000, com a entrada em vigor do novo Código dos Valores Mobiliários (“CVM”). Aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, a sua entrada em vigor implicou a revogação da generalidade da legislação reguladora dos Valores Mobiliários e, em particular, do denominado Código do Mercado de Valores Mobiliários. Na sequência da aprovação do novo Código, todo o sistema de fontes foi renovado, cabendo o destaque para a profunda alteração ocorrida no que respeita aos Regulamentos emanados da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”).

A aprovação do CVM, associado à regulamentação emanada da CMVM, permitia antever uma razoável estabilização desta área do Direito que, no final dos anos 90, havia já sofrido múltiplas intervenções legislativas. Assim não aconteceu, no entanto, já que aquela que se perspectivava como a evolução normal do processo legislativo Português para os anos subsequentes acabou por ser perturbada por múltiplos factores exteriores, que têm provocado uma forte efervescência desta área do Direito. Desses factores caberá destacar dois.

Em primeiro lugar, o Direito dos Valores Mobiliários Português tem vindo a receber alterações legislativas muito significativas que se têm verificado ao nível da Comunidade Europeia. Na sequência da aprovação do Plano de Acção para os Serviços Financeiros de 1999, que definiu os objectivos, prioridades e áreas de intervenção/harmonização tendo em vista a criação de um mercado único para os serviços financeiros e a supressão das barreiras à integração do mercado à escala europeia, e do Relatório Lamfalussy de 2001, que teve como objectivo assegurar um processo decisório célere, eficiente e transparente aplicável às regras a aprovar em matéria de serviços financeiros. Neste contexto, temos assistido à sucessiva aprovação de Diplomas Comunitários com impacto directo no Direito Português, de que se destacam como exemplos a Directiva 2003/6/CE sobre Abuso de Mercado, a Directiva

2003/71/CE sobre Prospectos, a Directiva 2004/25/CE sobre Ofertas Públicas de Aquisição, a Directiva 2004/109/CE relativa à harmonização dos requisitos de transparência e a Directiva 2004/39/CE relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros. Este importante movimento Europeu que deu lugar à “segunda geração” do Direito Europeu dos Valores Mobiliários irá, provavelmente, continuar com a mesma intensidade, como se pode retirar do recente *White Paper - Financial Services Policy 2005 – 2010*, que define os principais objectivos do próximo quinquénio.

Em segundo lugar, o Direito dos Valores Mobiliários tem recebido as influências que, a partir dos Estados Unidos, num primeiro momento, e de diversas outras jurisdições, num segundo momento, tiveram a sua génese em diversos escândalos financeiros, dos quais caberá destacar os processos ENRON, WORLD-COM, TYCO, PEREGRINE SYSTEMS e ADELPHIA. Estes processos conduziram a uma importante reforma, tendo como momento mais marcante a aprovação do Sarbanes-Oxley Act. Os efeitos da aprovação do novo quadro legislativo Norte-Americano foram sentidos imediatamente na Europa e, em particular, em Portugal – num primeiro momento, pela necessidade de as sociedades Europeias emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados Norte-Americanos se conformarem às novas regras; num segundo momento, pelos movimentos legislativos nacionais e Comunitários que, suscitados pelos mesmos problemas, por problemas similares ou pela influência directa dos mercados Norte-Americanos, foram despoletados. Como é evidente, o Direito Português não ficou alheio a este movimento, o qual teve como foco principal, mas não único, as reformas introduzidas em sede do Governo das Sociedades que tiveram como grande protagonista a CMVM.

A presente *Newsletter* procura dar uma fotografia, tão fiel quanto possível, deste atribulado panorama legislativo e, mais particularmente, dos principais focos que, nos últimos cinco anos, têm contribuído para a sucessiva renovação deste sistema jurídico. ■

Jorge de Brito Pereira

Sócio de PLMJ

Departamento de Direito de Mercado de Capitais

A Directiva dos Prospectos: Directiva n.º 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003



Sandra Rato
ssr@plmj.pt

O Mercado de Valores Mobiliários nacional está a ser alvo de uma reformatação jurídica destinada a contemplar regras decorrentes de diversas directivas comunitárias, entre as quais se destaca a Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, publicada no Jornal da União Europeia de 31 de Dezembro do mesmo ano, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e que adiante será designada por “Directiva dos Prospectos”.

A Directiva dos Prospectos, cujo prazo máximo de transposição cessou em 1 de Julho passado, foi complementada pelo Regulamento (CE) 809/2004 da Comissão, de 29 de Abril de 2004, em vigor desde 1 de Julho de 2005, no que respeita à informação contida nos prospectos, respectivos modelos, à inserção por remissão, à sua publicação e à divulgação de anúncios publicitários.

Em virtude de o Governo português não ter procedido em tempo devido à transposição da Directiva dos Prospectos, o Conselho Directivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) emitiu um parecer genérico sobre a sua aplicação na ordem jurídica nacional a partir de 1 de Julho de 2005, alegando a existência de determinadas regras com aptidão para produzir efeito directo na jurisdição portuguesa, a saber:

- i. as alíneas m) e n) do primeiro parágrafo do artigo 2º, referentes à definição de “Estado-Membro de origem” e de “Estado-Membro de acolhimento”;
- ii. o segundo parágrafo do artigo 3º, sobre a não aplicação da obrigação de publicação do prospecto;
- iii. o artigo 4º, sobre a dispensa de obrigação de publicar prospecto;
- iv. o terceiro e quarto parágrafos do artigo 5º e artigo 12º, sobre as possibilidades de elaboração do prospecto base em documentos separados e de elaboração de um prospecto base;
- v. o artigo 9º, respeitante à validade do prospecto;
- vi. o artigo 11º, relativo à inserção de informação nos prospectos mediante remissão;
- vii. os parágrafos segundo e quarto do artigo 13º, sobre os prazos para a aprovação do prospecto por parte da autoridade competente; e
- viii. os artigos 17º e 18º, sobre o âmbito comunitário da aprovação dos prospectos.

Assim, desde 1 de Julho de 2005, a CMVM tem vindo a avaliar a concessão de registo prévio a ofertas de valores mobiliários e a sua admissão à negociação com base em tais regras.

Para além de as supracitadas regras já gozarem de aplicação na ordem jurídica nacional, existem outras normas consagradas na Directiva dos Prospectos que já se encontram reflectidas no Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei 486/99, de 13 de Novembro, merecendo destaque as seguintes:

- i. a necessidade de publicação de prospecto em caso de oferta pública ou de admissão à negociação de valores mobiliários (artigos 134º e 236º);
- ii. a necessidade de aprovação do prospecto antes da sua divulgação por uma autoridade competente (artigos 140º e 236º); e
- iii. a possibilidade de os prospectos serem redigidos numa língua de uso corrente nos mercados financeiros internacionais.

Só recentemente, a Assembleia da República concedeu ao Governo, através da Lei 56/2005, de 25 de Novembro, a necessária autorização legislativa para serem alteradas as regras sancionatórias actualmente previstas no CVM, já modificado por diversas vezes, no sentido da sua adequação à transposição para a ordem jurídica portuguesa da Directiva dos Prospectos.

Aguarda-se, assim, a qualquer momento a aprovação pelo Governo do diploma que fará a transposição da Directiva dos Prospectos para a ordem jurídica nacional e cujo teor, de acordo com o anteprojecto de Decreto-Lei de transposição colocado pela CMVM à consulta pública em 15 de Outubro de 2004 e notícias recentemente veiculadas pela comunicação social, incidirá nomeadamente sobre as seguintes matérias:

- eleição da aprovação do prospecto como única referência para efeitos do controlo administrativo das ofertas, desaparecendo a obrigatoriedade de registo prévio na CMVM;
- criação do denominado “passaporte europeu para as emittentes” (que permitirá a validade dos prospectos em todos os países da União Europeia, desde que aprovados pela autoridade competente e essa aprovação seja notificada à autoridade competente onde o emitente pretende emitir novos valores mobiliários ou requerer a sua admissão à negociação) em substituição da figura do “reconhecimento mútuo dos prospectos” que se tem revelado particularmente moroso, para além de implicar custos significativos para os emittentes;
- possibilidade de o prospecto ser decomposto em três peças distintas (documento de registo, nota dos valores mobiliários e sumário), a nova técnica de inserção de informação por remissão e a consagração do prospecto base para programas de emissões;
- alteração da terminologia de “investidores institucionais” para “investidores qualificados” e alargamento do seu âmbito subjectivo de aplicação com vista à inclusão de outras entidades não anteriormente abrangidas por tal qualificação; e
- qualificação como públicas de todas as ofertas que sejam dirigidas a, pelo menos, 100 pessoas (200 pessoas no regime actual) desde que estejam em causa investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal. ■

Corporate Governance



Sónia Teixeira da Mota
stm@plmj.pt

A passo com a discussão actual sobre a reforma legislativa do mercado de capitais português no quadro das novas directivas comunitárias sobre serviços financeiros, assistimos, no final de 2005, a nova intervenção da CMVM em matéria de governo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado (*sociedades cotadas*) que culminou na introdução de **alterações ao Regulamento 7/2001 e às Recomendações sobre Governo das Sociedades Cotadas**. Tal como oportunamente anunciado ao mercado, a CMVM, em colaboração com o Governo, submeteu recentemente à consulta pública um conjunto de **propostas de revisão do Código das Sociedades Comerciais (CSC)** que vêm relançar a discussão sobre *corporate governance* para a ordem do dia.

O presente artigo pretende chamar à atenção para as principais “novidades” trazidas pela referida intervenção regulamentar e recomendatória da CMVM tendo em consideração o impacto imediato que as mesmas produziram na esfera das sociedades cotadas e, naturalmente, a relevância que as mesmas assumirão na elaboração, por estas entidades, dos próximos *relatórios anuais de governo*.

Não obstante considerarmos não ser a vocação deste artigo, nem a sede adequada, à análise detalhada da bondade das **soluções preconizadas nas referidas propostas de revisão do CSC**, não podemos deixar de fazer um comentário geral sobre as mesmas.

Com efeito, não deixa de ser interessante o reconhecimento, por parte da CMVM, que a sustentabilidade de uma maior intervenção em matéria de governo societário implica a actualização das nossas normas societárias face aos desenvolvimentos que se têm vindo a verificar nos vários *fora* internacionais.

Só assim se pode vislumbrar alcançar as grandes linhas de fundo da “reforma” enunciadas no texto introdutório às propostas de revisão do CSC, entre outras: (i) a promoção da *competitividade das empresas portuguesas, permitindo o seu alinhamento com modelos organizativos avançados*; (ii) a *ampliação da autonomia societária, designadamente através da abertura do leque de opções quanto a soluções de governação*; e (iii) a *eliminação de distorções injustificadas entre modelos de governação*.

No entanto, a discussão responsável sobre a modernização do nosso direito societário não pode sucumbir à tentação de se concentrar apenas no esforço de transposição ou acomodação interna das soluções de governo societário “avançadas” que têm acolhimento nos ordenamentos jurídicos estrangeiros ou nas diversas iniciativas legislativas comunitárias. Na verdade, não nos podemos esquecer que, ao contrário da regulamentação e recomendações da CMVM sobre *corporate governance* que se destinam às sociedades presentes no mercado de valores mobiliários português, uma “reforma” do CSC nesta matéria abrange todo o universo empresarial português que, como é sabido, tem características muito próprias seja, por um lado, pela (tradicional) concentração accionista seja, por outro lado, pela (reduzida ou média) dimensão de muitas empresas portuguesas.

Seria francamente desejável que o resultado final da revisão do CSC traduzisse efectivamente a “condenação generalizada das soluções de governação que desconsideram a dimensão das sociedades (*one size fits all*)” e permitisse a cada sociedade a margem de liberdade necessária à ponderação de alternativas adequadas à sua realidade accionista e dimensão. É que todos sabemos que do outro lado das vantagens existe uma ponderação de custos que nem sempre é convergente com os interesses que estão na base dos melhores padrões internacionais sobre *corporate governance*.

Ainda sobre a “realidade do mercado português”, não gostaríamos de deixar de salientar que é curiosa a importância dada, sem que a isso se imponha a necessidade de “conciliação entre modelos hoje recomendados pela discussão internacional sobre *corporate governance*”, à reabilitação prevista do modelo dualista (alemão) que, como é sabido, nunca encontrou grande sucesso no mercado português, porventura por não se identificar com a nossa cultura societária e não tanto, como é sugerido, por enfermar de “enviesamentos que o tornaram quase inaplicado nas sociedades portuguesas”.

Finalmente, sem prejuízo de concordarmos com a utilidade de uma maior flexibilidade do CSC quanto aos modelos de administração e fiscalização, embora controlada através da proibição de combinações de elementos dos três modelos propostos (*cherry-picking*), seria ainda desejável que o resultado final da revisão do CSC nesta matéria se confinasse à estatuição dos princípios e pilares fundamentais que lhe são inerentes.

Feitas estas considerações, seguem-se então as **breves notas sobre as maiores “novidades” trazidas pela última revisão da Regulamentação e Recomendações da CMVM** com o objectivo de reforçar o sistema de fiscalização (*check and balances*) dentro da empresa - em particular, adoptando-se um conceito de independência dos administradores mais exigente e de promover uma maior transparência, com especial incidência nas áreas da remuneração dos administradores e política de comunicação de irregularidades.

- **O Administrador Não-Executivo Independente** - A CMVM recomenda que o órgão de administração das sociedades cotadas “deva incluir um número suficiente de administradores não executivos cujo papel é o de acompanhar e avaliar continuamente a gestão da sociedade por parte dos membros executivos”. Assim, esta Recomendação tem como objectivo tirar benefícios do “distanciamento dos administradores não executivos face à gestão corrente”, atribuindo-lhes funções de vigilância efectiva da gestão.

Em acréscimo, recomenda-se que “de entre os membros não executivos (...) deve incluir-se um número suficiente de membros independentes” sendo que quando apenas exista um administrador não executivo este deve ser independente. Neste caso, a razão primordial prende-se com o papel dos administradores independentes, i. e., o “de acompanhar e fiscalizar em termos informados a gestão societária, assegurando que na actividade da sociedade sejam considerados os interesses de todas as pessoas envolvidas, e que sejam adequadamente prevenidos e geridos os conflitos de interesses nesta área”.

Assim, as sociedades são convidadas a determinar o número “suficiente” de “administradores não executivos” (e, de seguida, o número “suficiente” de “administradores independentes”) e, ainda, a submeter os administradores não executivos ao “famoso” teste de independência para, a final, justificar, no seu Relatório Anual de Governo que a estrutura deste órgão se conforma com as Recomendações da CMVM.

Não menos complicada é a tarefa de concretização do teste da independência, a qual, nas Recomendações de 2003, se bastava pelo elemento relacional (“os administradores não executivos que estejam associados a quaisquer grupos de interesses específicos na sociedade”), agora reforçado por um dito “elemento funcional” (ou seja, que se encontrem em alguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise e de decisão). Para além destes elementos, devem considerar-se as situações previstas no Artigo 1.º do Regulamento 7/2001, as quais, de acordo com um “teste negativo”, desqualificam a independência dos administradores na linha da solução inglesa. Mantém-se, ainda, a obrigação da emitente de aferir da independência por referência a outras circunstâncias concretas atinentes a cada administrador.

- **Divulgação da Política de Remunerações** - Em benefício da transparência foram reforçadas as obrigações de *disclosure* no Relatório Anual de Governo das sociedades cotadas relativamente à descrição da política de remunerações, passando a ser exigido um resumo e explicação da política da sociedade quanto a compensações negociadas contratualmente ou através de transacção em caso de destituição e outros pagamentos ligados à cessação antecipada dos contratos, para além da indicação da remuneração, individual ou colectiva dos administradores.

Em abono da legitimação da fixação de remunerações, a CMVM recomenda que “seja submetida à apreciação pela assembleia geral anual de accionistas uma declaração sobre política de remunerações dos órgãos sociais”.

Deve também ser submetida à assembleia geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções ou com base nas variações do

preço das acções, a membros do órgão de administração e/ou trabalhadores, contendo todos os elementos necessários à sua correcta avaliação.

- **Política de Comunicação de Irregularidades** - O Relatório Anual de Governo das sociedades cotadas passa ainda a incluir uma descrição das linhas gerais da política de comunicações de irregularidades alegadamente ocorridas no seio da sociedade, ou seja, o famoso “*whistleblowing*”.

A CMVM convida pois as sociedades cotadas a adoptarem uma política de comunicação de irregularidades, tendo como elementos fundamentais a indicação dos meios através dos quais as comunicações de práticas irregulares podem ser feitas internamente e do método de tratamento a ser dado às comunicações, incluindo o tratamento confidencial.

Os destinatários das Recomendações são advertidos para que a comunicação interna de irregularidades não possa implicar qualquer tratamento prejudicial por parte da entidade empregadora e recomenda que a vigilância sobre essa prática deve caber a pessoa ou órgão diferente daquele com legitimidade para receber e tratar as comunicações de forma a criar um estímulo às comunicações internas.

Em conclusão, as novas regras e recomendações da CMVM e as propostas de revisão do CSC vêm demonstrar que uma verdadeira cultura de bom governo societário deve partir de um “ambiente” normativo, regulamentar e recomendatório moderno e coerente.

Espera-se, no entanto, que a solução final encontrada para concretizar as propostas de revisão do CSC não desvirtue a sua verdadeira vocação nem cristalice soluções que, considerando esta realidade profundamente dinâmica, devem ser tratadas no plano regulamentar e recomendatório, sob constante avaliação por parte “do mercado” - e “para o mercado” - no qual as entidades de supervisão desempenham um papel dinamizador, conciliador e orientador. Ou seja, os caminhos alternativos para a *compliance* das sociedades cotadas devem ser encontrados mais por esta via e menos por via de intervenção legislativa. ■

Os principais desafios colocados pela DMIF às Empresas de Investimento



Magda Viçoso
mav@plmj.pt

Já muito se escreveu sobre a Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (“DMIF”), a qual veio revogar a Directiva 93/22/CEE sobre serviços financeiros (“DSI”). Parece, no entanto, continuar a haver espaço para **a discussão do impacto da DMIF na actividade das empresas de investimento a operar em Portugal bem como noutros Estados-Membros da Comunidade Europeia** (“Empresas de Investimento”).

1. As Principais Inovações

Com efeito, se a DSI teve um impacto transversal na actividade das Empresas de Investimento mediante a extensão do regime do passaporte comunitário, a DMIF terá, por certo, uma relevância acrescida na conformação da prestação de serviços financeiros na Europa, tendo em conta, em particular, as seguintes inovações:

- (a) O alargamento do elenco de serviços de investimento à “consultoria para o investimento” e à “exploração de um Sistema de Negociação Multilateral” (“MTFs”);
- (b) A extensão dos produtos derivados incluídos no conceito de “instrumentos financeiros”;
- (c) A definição de uma clara distinção entre clientes profissionais e não profissionais;
- (d) A harmonização de normas de conduta, incluindo, a *best and timely execution rule*, a *suitability rule* e deveres de informação assentes no princípio *Know your customer*;
- (e) O reconhecimento de MTFs e Internalizadores Sistemáticos como estruturas de negociação; e
- (f) A sujeição dos Internalizadores Sistemáticos em acções, relativa-

mente a acções admitidas à negociação em mercados regulamentados, a deveres de informação pré-negociação e a uma obrigação de negociar nas condições divulgadas (Art. 27.º) bem como a deveres de informação pós-negociação sobre a execução de ordens (Art. 28.º).

Não se pretende aqui desenvolver exhaustivamente as alterações trazidas pela DMIF, mas antes concentrar-nos naquela que nos parece uma das pedras angulares desta Directiva com maior relevância na nossa ordem jurídica (onde as normas de conduta aplicáveis aos intermediários financeiros já se encontram densamente reguladas), a saber: **a resposta da DMIF às alterações estruturais dos mercados financeiros e à multiplicação de *trading venues*** perante a tensão entre os objectivos de assegurar a concorrência e competitividade entre plataformas de negociação, o incremento da liquidez, a eficiência e transparência do processo de formação de preços, e, bem assim, a protecção dos investidores.

É, pois, relativamente ao regime aplicável aos Internalizadores Sistemáticos brevemente descrito em (f) *supra* que nos propomos avaliar se a solução de compromisso da DMIF responde às preocupações das Empresas de Investimento sem descurar os objectivos acima elencados.

2. Os desafios colocados entre a Protecção do Investidor, a Eficiência dos Mercados e a Competitividade das Empresas de Investimento

Começamos por considerar que os desafios colocados pela actividade de internalização de ordens se podem sintetizar na meta última de assegurar que esta actividade possa funcionar como uma estrutura de execução de ordens sem prejudicar a eficácia do processo de formação de preços e os interesses dos investidores (em particular, assegurando a melhor execução das suas ordens, a tomada de decisões de investimento esclarecidas e a prevenção de conflitos de interesses).

Neste contexto, o impacto dos Artigos 27.º e 28.º pode ser analisado em três fases. Num primeiro momento, os Internalizadores Sistemáticos definirão, no âmbito da sua política comercial, o círculo de investidores a que facultarão o acesso às suas ofertas tendo em conta a prévia classificação dos clientes entre profissionais e não profissionais. Numa segunda etapa, passa-se à distinção entre ofertas das quais nascerá uma obrigação de negociar nos termos divulgados aquando da recepção das ordens e, a título excepcional, ofertas em que se admite um *price improvement* em virtude de se tratarem de ofertas na sequência de ordens de clientes profissionais. Por último, o Internalizador Sistemático poderá invocar uma *exit clause* ligada a considerações comerciais como seja a situação financeira do cliente, o risco de contraparte ou a liquidação final das transacções.

O regime aplicável à internalização pretende, assim, assumir-se como mais um dos catalisadores de integração das plataformas de negociação e do aumento da competitividade e liquidez acompanhado de *Disclosure Controls* que visam essencialmente a protecção do investidor. Tais objectivos, no entanto, estão sujeitos a três grandes testes, os quais passamos a considerar.

Desde logo, as **questões deixadas em aberto pela DMIF** vêm suscitando e continuarão a suscitar, por certo, ampla controvérsia, por exemplo, no que respeita (i) à definição de Internalizador Sistemático, a qual depende de três conceitos imprecisos (actividade organizada, frequente e

sistemática), ou (ii) aos contornos do regime das obrigações de transparência dos Internalizadores Sistemáticos, que variam em função da existência de um mercado líquido e, bem assim, do volume das ofertas do Internalizador Sistemático *vis a vis* o volume normal de mercado.

Com efeito, de forma a evitar a total desadequação ou o excesso de regulação, afigura-se como crucial que as instâncias comunitárias e nacionais continuem a ouvir a indústria para efeitos da adopção das normas que virão concretizar, ao nível comunitário, e transpor, no plano nacional, esta Directiva.

Em segundo lugar, levantar-se-ão questões ao **nível da adequação das regras da DMIF aos diferentes mercados dos 25 Estados-Membros, tendo em conta as características e dimensões diversas de cada mercado.**

A este propósito, realçamos o facto da noção de Internalizador Sistemático depender de critérios quantitativos a harmonizar entre os Estados, colocando-se, por exemplo, a questão de ponderar se, no nosso mercado, faz sentido, seguindo as propostas do CERS (o "*Committee of European Securities Regulators*"), considerar que aplicaremos o regime da Internalização Sistemática quando (i) a internalização representar mais de 20% do volume total transaccionado pelo Internalizador ou quando (ii) a quota de mercado do Internalizador nas transacções da acção em causa for superior a 0,5% do total do mercado da acção.

De igual modo, no que respeita ao conceito de liquidez, discute-se se este conceito deve ser aferido por referência ao *free float*, número de negócios e/ou *turnover*, tendo em conta que, segundo dados divulgados pela CMVM, de acordo com o critério do *turnover* existiriam, para efeitos do Art. 27.º da DMIF, 7 ou 8 acções líquidas no nosso mercado, enquanto segundo o critério do número de negócios teríamos somente 3 acções líquidas.

O terceiro teste que se coloca à DMIF neste âmbito é uma decorrência de as **exigências informativas impostas aos Internalizadores Sistemáticos** partirem da premissa de que o investidor beneficiará de uma estrutura informativa integrada ao nível comunitário, o que levanta dois problemas adicionais. Desde logo, inexistem, nesta fase de integração, infra-estruturas para consolidação de informação. Em acréscimo, tal opção impõe custos às Empresas de Investimento que terão reflexos na competitividade entre plataformas de negociação, limitando a forma como concorrerão entre si e os benefícios para o investidor.

3. Um desafio ganho?

A título de conclusão, não podemos deixar de sublinhar que a DMIF é um claro exemplo da robustez do processo de harmonização alavancado pelo FSAP (o "*Financial Services Action Plan*") que vêm alterar o rumo seguido pela DSI através de um claro pendente interventivo assente em regras de informação (os denominados ***Disclosure Controls***) e de uma mudança de paradigma do enquadramento comunitário da criação do mercado interno de serviços de investimento para um **imperativo de protecção dos investidores.**

Colocam-se, no entanto, **dúvidas incontornáveis sobre se a sucessora da DSI será um desafio ganho, isto é, permitirá um**

equilíbrio entre a protecção do investidor e a criação de um *level playing field* entre estruturas de negociação (i.e., uma negociação integrada e concorrencial à escala europeia), não obstante os custos financeiros e organizacionais impostos às Empresas de Investimento ao nível dos seus meios técnicos, humanos e de reporte e da sua estratégia comercial. Questionamo-nos, pois, sobre se o novo regime não virá aumentar os custos a que as Empresas de Investimento ficam sujeitas, sem conseguir atingir os objectivos de convergência e criando deveres de informação que

podem revelar-se desfavoráveis, não só para as Empresas de Investimento como para a eficiência do mercado e para o investidor, na medida em que afectem negativamente os níveis de liquidez do mercado europeu.

Neste contexto, as propostas de medidas de implementação da DMIF divulgadas pela Comissão Europeia, no passado dia 6 de Fevereiro, podem constituir uma janela de oportunidade para a clarificação de algumas das dúvidas levantadas por esta Directiva, em particular no que respeita aos contornos dos deveres de informação pré e pós-negociação. ■



Sónia Teixeira da Mota
stm@plmj.pt

A imputação de direitos de voto no Ante-Projecto de transposição da Directiva das OPAs



Magda Viçoso
mav@plmj.pt

Tal como sublinhado pela CMVM no âmbito da Consulta Pública n.º 11/2005, a nossa ordem jurídica já acolhe, em grande medida, as soluções consagradas na Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004 (“Directiva das OPAs”), pelo que o Ante-Projecto de Diploma de Transposição das Directivas das OPAs (“Ante-Projecto”) apresentado por esta autoridade de supervisão não determinaria uma mudança transversal do regime vertido no CVM.

Assim, estaríamos perante alterações tendentes ao “alinhamento” das normas do CVM com as “especificidades de regime” previstas nesta Directiva, aproveitando, ainda, a CMVM para antecipar algumas das soluções previstas na Directiva 2004/109, de 15 de Dezembro (“Directiva da Transparência”), em particular, nas seguintes matérias:

- (i) Regras de imputação de direitos de voto constantes do Artigo 20.º do CVM;
- (ii) Novos requisitos do regime da aquisição potestativa;
- (iii) Revisão pela CMVM da contrapartida em OPA voluntária ou obrigatória;
- (iv) Novo regime da OPA concorrente;
- (v) Obrigações de informação relativamente aos representantes dos trabalhadores e alterações ao conteúdo do relatório do órgão de administração da sociedade visada;
- (vi) Regime opcional de suspensão da eficácia das restrições transmissivas e de direito de voto;
- (vii) Novas regras de determinação da autoridade competente pela supervisão da oferta; e
- (viii) Regime do reconhecimento mútuo do prospecto da OPA e revisão do respectivo conteúdo, incluindo, designadamente, elementos detalhados sobre os planos do oferente para a sociedade visada.

Sem prejuízo da relevância para o mercado das diversas alterações propostas, optámos por nos concentrar nas **novidades quanto ao “famoso” Artigo 20.º do CVM** por duas razões. Desde logo, porque as suas implicações têm impacto directo no dever de lançamento de OPA e no regime das participações qualificadas em sociedades abertas. Em acréscimo, porque as alterações a esta norma são um claro exemplo de que o Ante-Projecto extravasa, em alguns aspectos, o mero “alinhamento” do CVM com a Directiva das OPAs.

1. O novo regime de concertação accionista

A CMVM propõe-se conferir “eficiência e coerência ao novo regime de concertação accionista”, designadamente, por via da imputação, ao abrigo da **nova alínea h) do n.º 1 do Art. 20.º**, dos votos detidos por “pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada”. Neste contexto, presume-se, de modo ilidível, que constituem um “instrumento de exercício concertado de influência” os “acordos relativos à transmissibilidade das acções”.

Uma análise atenta da referida disposição, leva-nos a considerar que a actual redacção do Ante-Projecto dificilmente atingirá aquele objectivo. Com efeito, a tarefa de transposição empreendida pela CMVM absteve-se de efectuar um esforço de conjugação da definição geral de “pessoas que actuam em concertação” prevista na Directiva das OPAs com o elenco de situações de imputação previstas no actual n.º 1 do Artigo 20.º.

Com efeito, a solução proposta cria uma manifesta sobreposição entre a referida alínea h) e as demais alíneas do n.º 1 do Artigo 20.º na medida em que as situações aí previstas poderão ser igualmente entendidas como um “instrumento de exercício concertado”, ficando por perceber quais as situações que, de facto, se pretende atingir com a ampla redacção da nova alínea h).

Em acréscimo, sendo certo que a alínea e) já cobre a imputação dos direitos de voto “que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respectivos titulares”, esta disposição parece já incluir os “acordos relativos à transmissibilidade das acções”, os quais, na redacção da nova alínea h) do Anteprojecto, se presume corresponderem a um “instrumento de exercício concertado”. Na prática, esta duplicação colocará os detentores de participações em sociedade aberta perante dois problemas. Primeiro: os votos da parte num acordo de transmissibilidade serão imputados ao abrigo de ambas as alíneas do Art. 20.º ou apenas ao abrigo da alínea h)? Segundo: Como poderá ser demonstrado perante a CMVM, de forma a ilidir aquela presunção, que a relação estabelecida pelos participantes é “independente da influência, efectiva ou potencial, sobre a sociedade participada”?

Nesta matéria, notamos, ainda, que as alterações propostas serão apli-

cáveis a relações vigentes, pelo que um participante poderá ultrapassar um dos limites de OPA obrigatória previstos no Artigo 187.º do CVM em virtude da mera entrada em vigor desta alteração legislativa. Neste caso, o participante deverá não só proceder, no prazo de 10 dias, ao cumprimento do dever de comunicação de participação qualificada como ao lançamento de OPA, no prazo de 30 dias, caso não aliene os valores mobiliários excedentes.

2. Sociedades gestoras de carteiras colectivas e individuais

Como referido, o Ante-Projecto vem antecipar a transposição da disposição homóloga ao Artigo 20.º prevista na Directiva da Transparência respeitante à imputação de direitos de voto às sociedades que exerçam o domínio sobre entidades gestoras de organismos de investimento colectivo (os fundos de investimento, fundos de capital de risco e fundos de pensões) e sobre intermediários financeiros autorizados a prestar o serviço de gestão de carteiras por conta de outrem.

A regra proposta no Ante-Projecto vai no sentido de que, para efeitos das alíneas b) e f) do n.º 1 do Artigo 20.º do CVM, não se consideram imputáveis às sociedades dominantes de entidades gestoras de OICs ou aos referidos intermediários financeiros os direitos de voto inerentes a acções integrantes de fundos ou carteiras geridas, desde que a entidade gestora exerça os direitos de voto de modo “independente” da sociedade dominante.

A difícil concretização do que se entende por actuação de forma “independente” é, de algum modo, clarificada no Artigo 20.º-A, no qual se prevê uma lista de situações em que a entidade em questão deixa de beneficiar da derrogação de imputação de direitos de voto tendo em conta que o respectivo exercício está condicionado por instruções da entidade dominante, pela estrutura decisória, comercial ou organizativa em causa ou pela existência de um qualquer comportamento revelador de que o respectivo exercício não é pautado pelo interesse dos participantes ou dos clientes.

Esta preocupação com o interesse dos participantes ou clientes, em bom rigor, não é nova na medida em que já fora tratada pela CMVM no Artigo 81.º do Regulamento n.º 15/2003 aplicável aos OICs. A novidade é que a matéria deixou de ter relevância apenas para efeitos de prevenção de conflitos de interesses e, como previsto na Directiva da Transparência, para efeitos da comunicação de participações qualificadas. Com efeito, a actuação das entidades gestoras/intermediários financeiros fica agora claramente exposta á obrigação de lançamento de OPA pela respectiva sociedade dominante.

3. Notas finais

A título de comentário geral, realçamos a ausência de resposta no âmbito do Ante-Projecto para algumas das questões para as quais o mercado vem chamando a atenção nesta matéria, destacando-se o facto de continuar sem resolução o problema da contrapartida em espécie no caso da OPA obrigatória.

A propósito do impacto do alagamento dos títulos de imputação de direitos de voto representativos do capital social de sociedades abertas, entendemos que as dúvidas interpretativas e sobreposições acima sumariamente descritas, por certo, criarão uma ampla zona cinzenta aumentando o risco de potencial incumprimento da disciplina das OPAs e/ou dos deveres de informação relativamente a participações qualificadas.

Estas notas finais adquirem particular acuidade se ponderarem os seguintes quatro aspectos: (i) as cominações aplicáveis a tal incumprimento; (ii) a aplicação deste preceito ficará dependente de uma teia de conceitos vagos e indeterminados, deixando uma ampla margem de discricionariedade à CMVM na sua aplicação casuística; (iii) a incerteza a ser suscitada por esta disposição criará a necessidade de consultas prévias à CMVM e, assim, estará na origem de entraves à celeridade exigida pelo mercado nas decisões de investimento; e, bem assim, (iv) as consequências do novo regime terão relevância nas decisões de sociedades abertas, oferentes e detentores de participações qualificadas, incluindo as sociedades dominantes das gestoras de OIC e de intermediários financeiros autorizados a prestar o serviço de gestão de carteiras por conta de outrem. ■

Transposição do Novo Regime Comunitário do Abuso de Mercado



Duarte Schmidt Lino
dsl@plmj.pt

Apesar da denominação por que é conhecida (“Abuso de Mercado”), a Directiva 2003/6/CE do Parlamento e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, veio regular temas que vão muito para além da delimitação dos dois tipos criminais que historicamente se vêm abrindo sob aquela expressão (manipulação de mercado e o abuso de informação privilegiada).

A referida directiva estabelece uma regulação de primeiro nível, sendo as normas de concretização do regime de cada uma das áreas normativas que aquele diploma abrange estipuladas pelos seguintes diplomas:

a) Directiva da Comissão Europeia 2003/124/CE, de 22 de Dezembro: estabelece modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE, de 22 de Dezembro no que respeita à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado;

b) Directiva da Comissão Europeia 2003/125/CE, de 22 de Dezembro: estabelece modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE, de 22 de Dezembro no que respeita à apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses; e

c) Directiva da Comissão Europeia 2004/72/CE, de 29 de Abril de 2004: relativa às práticas de mercado aceites, à definição da informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, à constituição de listas de iniciados, à notificação das operações efectuadas por pessoas com responsabilidades directivas e à notificação das operações suspeitas;

d) Regulamento (CE) 2273/2003 da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003 Estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às derrogações para os programas de recompra e para as operações de estabilização de instrumentos financeiros.

Apesar de o prazo de transposição da Directiva ter expirado no dia 12 de Outubro de 2004, só no passado dia 22 de Dezembro foi aprovado em Conselho de Ministros o diploma que introduzirá no ordenamento jurídico português as necessárias adaptações, que não foi ainda promulgado e muito menos publicado.

O diploma aprovado não é ainda de conhecimento público. Porém, é conhecido o respectivo anteprojecto, bem como a lei de autorização legislativa (Lei n.º 55/2005, de 18 de Novembro) que foi necessário aprovar em virtude de o regime em causa abranger matérias sujeitas a reserva relativa da Assembleia da República.

Com base na análise do supracitado anteprojecto e lei de autorização é possível concluir que, apesar de uma parte substancial do regime das directivas já se encontrar implementado na ordem jurídica portuguesa, as mesmas determinarão, ainda assim, a introdução de significativas alterações, que sinteticamente enumeramos:

- Aprofundamento da cooperação entre autoridades de supervisão dos mercados de valores mobiliários dos Estados-Membros;
- Introdução de novos deveres de informação: ex. preparação de listas de iniciados;
- Criação de regras relativas a uma matéria até agora pouco regulada e de grande sensibilidade para a integridade dos mercados financeiros: a elaboração e divulgação de recomendações de investimento e relatórios de análise financeira que digam respeito a emitentes de valores mobiliários ou instrumentos financeiros. Nomeadamente, a criação de deveres de divulgação da autoria, fontes de informação, conflitos de interesses e de distinção expressa e clara entre factos e opiniões, etc.;
- Deveres de fiscalização, denúncia e colaboração com a CMVM a cargo dos intermediários financeiros relativamente a transacções suspeitas de constituírem actividade criminosa e redução do âmbito do segredo profissional de que os mesmos gozam;
- (Re)Definição dos tipos criminais em causa - abuso de informação privilegiada (*insider trading*) e manipulação de mercado - alargamento expresso do crime de abuso de informação aos casos em que a informação detida tenha origem na prática de actos criminosos, visando-se, especificamente, o caso dos actos terroristas (o 11 de Setembro ocorreu durante a elaboração da proposta de directiva e teve nela um sério impacto);
- Em nome do princípio da intervenção mínima em matéria penal, as demais alterações em matéria de normas sancionatórias ocorreram no âmbito do direito contra-ordenacional: assim, foi consagrado um novo tipo contra-ordenacional pela transmissão e uso de informação privilegiada por pessoa singular ou colectiva fora do âmbito normal das suas funções;
- Consagrou-se expressamente o princípio da apreensão do benefício obtido em consequência da prática da infracção contra o mercado;
- Dentro do espírito do referido no ponto anterior, e por forma a evitar que a personalidade colectiva venha a ser usada como expediente formal para garantir benefícios injustos, criou-se a possibilidade de as pessoas colectivas serem demandadas para efeitos de apreensão das vantagens do crime e reparação de danos, sempre que a respectiva carteira de activos esteja envolvida nos factos criminalmente ilícitos;

- Reforçaram-se os poderes da CMVM: atribui-se à CMVM os poderes de: (i) solicitar às entidades prestadoras de serviços de telecomunicações, registos telefónicos e de transmissão de dados existentes; (ii) avaliar e difundir as práticas de mercado aceitáveis e não aceitáveis; e (iii) divulgar decisões condenatórias relativamente a: (a) contra-ordenações graves ou muito graves; e/ou (b) a decisões judiciais em matéria criminal, independentemente da definitividade das mesmas. Neste domínio é também de salientar que, para clarificar dúvidas existentes, foram expressamente atribuídos à CMVM poderes para «congelar» os bens ou valores relacionados com a prática de infracções criminais ou contra-ordenacionais contra o mercado;
- Estipulou-se, ainda, a não aplicabilidade no domínio do direito dos valores mobiliários do princípio geral de direito sancionatório de proibição da «*reformatio in pejus*». Significa isto que os tribunais passarão a ficar habilitados a agravar as sanções aplicadas pela CMVM em sede de recurso apresentado pelo próprio arguido;
- Reforçou-se, ainda, o dever de segredo que impende sobre a CMVM, agravando a qualificação da contra-ordenação que constitui a respectiva violação de grave para muito grave.

De entre o conjunto de novidades da maior importância que a Directiva comporta, há uma que não podemos deixar de destacar pela sua especial relevância prática: a completa reformulação do regime de prestação de informação a cargo dos emitentes, conhecido como o *dever de divulgação de factos relevantes*, que tanta tinta fez correr e preocupações causou no passado.

Essa reformulação, pode descrever-se, em linhas gerais, salientando os seguintes aspectos: o novo regime assenta na regra básica de que todos os factos que constituam informação privilegiada devem ser imediatamente divulgados pelos emitentes.

Ou seja, aquela informação de que os *insiders* disponham e cuja utilização abusiva constituirá a prática do crime de “*insider trading*” (ou, em português, abuso de informação privilegiada), deve — salvo casos excepcionais — ser imediatamente divulgada ao mercado, como hoje ocorre com os factos relevantes.

Isto significa que o novo regime de prestação de informação tem uma abrangência consideravelmente mais ampla do que até aqui pois, desde logo, abrange factos não definitivos, como sejam negociações em curso, que em regra não seriam considerados “*factos relevantes*”. No entanto, os potenciais danos que resultariam de ter de divulgar informação não definitiva podem ser atenuados através do mecanismo de dispensa de divulgação, que deixa de depender de autorização prévia da CMVM para ficar ao critério do emitente; este decide se existem fundamentos para não divulgar informação privilegiada, sem consulta prévia da CMVM.

Contudo esta “revolução” é consideravelmente menor do que à primeira vista aparenta pois, sempre que um emitente opte por não divulgar informação privilegiada, deverá comunicar esse facto à CMVM, que poderá ordenar a divulgação ou assegurá-la directamente.

Como balanço, pode afirmar-se que o novo regime reforça consideravelmente os poderes da CMVM e submete os emitentes a deveres de informação do mercado mais exigentes. ■

O Impacto da Directiva da Transparência nos Emitentes: em especial, a “Informação Periódica»¹.



Rita Lopes Tavares
rlt@plmj.pt

A Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, aprovada em 15 de Dezembro de 2004 (e usualmente designada por “Directiva da Transparência”), foi publicada no JOCE L 390/38, em 31.12.2004, tendo entrado em vigor em 20 de Janeiro de 2005. Esta Directiva, *relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num Mercado regulamentado*² e que altera a Directiva 2001/34/CE, integra-se no pacote de Directivas comunitárias previstas no Plano de Acção da União Europeia para os Serviços Financeiros (“PASF”), com participação relevante na meta de criação de um mercado único europeu para os serviços financeiros, que se pretendia alcançada no ano que findou. Contando com um considerável prazo de implementação, o período de transposição da Directiva da Transparência para os sistemas jurídicos nacionais decorrerá até ao dia 20 de Janeiro de 2007 (art. 31º/1).

A Directiva da Transparência segue o método Lamfalussy de quatro níveis, consagrando somente princípios genéricos (de “nível 1”) e remetendo a sua concretização para a posterior adopção de medidas de implementação³, cuja preparação envolve a intervenção de diversas entidades com o forte impulso do Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários (“CESR”). É de realçar que, de forma diversa do que sucede com outros diplomas provenientes das instâncias comunitárias competentes (como a “Directiva dos Prospectos”), a Directiva da Transparência não se traduziu numa directiva de harmonização máxima, conferindo aos «Estados-Membros de origem» a faculdade de imposição de requisitos mais exigentes (o que permite, desde logo e a médio prazo, um grau de incerteza a gerir por parte dos emitentes, com reflexos evidentes na escolha do «Estado-Membro de origem», quando aplicável) e impedindo, simultaneamente, os «Estados-Membros de acolhimento» de estabelecer requisitos mais rigorosos, relativamente àqueles que a mesma Directiva define (Cf. o art. 3º).

Tal como a “Directiva dos Prospectos”⁴, a Directiva da Transparência assume como objectivo a melhoria na informação e o consequente reforço da confiança de todos os investidores (e não apenas os investidores da União Europeia) nos mercados de capitais.

O texto da Directiva define os requisitos a observar por parte dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, situados ou operando num dos Estados-Membros da União Europeia, no que respeita a deveres informativos. O objecto do presente artigo restringe-se à identificação do eventual impacto dos deveres classificados pela própria Directiva como “periódicos” (englobando a informação “dita” financeira, i.e., Relatórios Financeiros Anuais, Relatórios Financeiros Semestrais e Declarações Intercalares de Gestão) junto dos emitentes.

Assim e no âmbito da informação periódica são, de uma forma geral, definidos os conteúdos mínimos que a informação deve revestir, bem como os prazos a respeitar (com vista ao aumento da frequência e da

rapidez com que a informação financeira é produzida e divulgada). É possível concluir, através da análise da Directiva da Transparência, pela identificação de alguns aspectos susceptíveis de produzir impacto nos emitentes⁵:

1. A elaboração das contas incluídas nas demonstrações financeiras que integram os Relatórios Financeiros Anuais e Semestrais, de acordo com as normas internacionais de contabilidade⁶, sempre que o emitente esteja obrigado a elaborar contas consolidadas⁷ nos termos da Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho (art. 4º/3 e art. 5º/3).

2. É exigida aos emitentes de acções e títulos de dívida⁸, de acordo com o art. 5º/1, a divulgação de Relatórios Financeiros Semestrais.

3. A Directiva não exige a preparação de informação financeira trimestral, mas prevê a divulgação de duas Declarações Intercalares de Gestão (art. 6º), uma em cada semestre do exercício financeiro. Do teor de tais declarações constarão, por referência ao período a que digam respeito, uma descrição genérica da posição financeira e da performance do emitente e das empresas que se encontram sob o seu controlo e, bem assim, uma «explicação das ocorrências materiais» e «transacções feitas» que tenham incidência sobre aquelas. É de notar que, nos casos em que sejam publicados Relatórios Financeiros Trimestrais pelos emitentes “ao abrigo da legislação nacional ou das regras do mercado regulamentado ou por sua própria iniciativa (...) de acordo com a legislação ou as regras referidas”, este facto dispensa o emitente da apresentação de Declarações Intercalares de Gestão. Este regime será avaliado pela Comissão Europeia cinco anos volvidos a contar da entrada em vigor da Directiva da Transparência.

4. Para além das demonstrações financeiras e do relatório de gestão incluídos nos Relatórios Financeiros Anuais e Semestrais, estes devem compreender igualmente declarações das pessoas responsáveis junto do emitente, nas quais estas afirmem que as primeiras reflectem uma “imagem verdadeira e apropriada” e que o segundo contém uma “exposição fiel” (Cf. art. 4º/2 c) e 5º/2 c)). Assinale-se que esta prática se insere, também, na temática mais abrangente de “governo das sociedades”. De referir que o art. 7º (sob a epígrafe “Responsabilidade”) estabelece que compete aos Estados-Membros assegurar a definição de regras quanto à responsabilidade pela informação divulgada (a saber, Relatórios Financeiros Anuais e Semestrais, Declarações Intercalares da Gestão e prestação de Informações Adicionais ao abrigo do art. 16º) nos termos previstos naquela disposição. Considerando o disposto no art. 8º, os artigos 4º, 5º e 6º (deveres de informação periódica), não se aplicam a certas categorias de emitentes, que elencamos:

- (i) “Aos Estados, às autoridades regionais ou locais de um Estado, aos organismos públicos internacionais dos quais, pelo menos um Estado-Membro seja membro, ao BCE e aos bancos centrais nacionais dos Estados-membros (...)”;
- (ii) “Aos emitentes que apenas emitam títulos de dívida emitidos em moeda diferente do euro, cujo valor nominal unitário seja equivalente, pelo menos, a 50.000 EUR, na data da emissão”.

A Directiva em apreço abrange ainda outras normas relevantes sobre temas excluídos do presente texto (a título exemplificativo, sublinhem-se as disposições sobre o regime linguístico aplicável ou a autoridade de supervisão competente). Na verdade, cobre com carácter adicional outro objectivo: a criação de um mecanismo de disseminação da informação. A finalidade é torná-la disponível para o público (disseminação, *stricto sensu*), determinando-se igualmente a apresentação da mesma perante a autoridade de supervisão competente (“*filing*”) e, finalmente, proceder ao respectivo armazenamento/arquivo. Pretende-se, pois, que a informação circule de forma célere e eficiente no conjunto dos Estados-Membros, sem restrições ao nível dos destinatários, para que o acesso (por parte dos investidores e do mercado em geral) seja atempado e alargado a um nível pan-europeu, sem custos de acesso directo a suportar pelos investidores. Diz-se da disseminação que representa a “chave” para a transparência...

Em Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) tem-se revelado empenhada em dotar o espaço europeu de (mais) um instrumento jurídico que sirva os objectivos traçados a nível comunitário. Até à presente data e paralelamente à integração de técnicos e membros do Conselho Directivo em grupos de trabalho constituídos para o efeito, foram promovidas pela autoridade de supervisão nacional, cerca de três consultas públicas sobre os trabalhos em curso, a última em 17 de Maio de 2005, acompanhada da realização de uma sessão pública.

Recentemente, o CESR nomeou o Presidente do Conselho Directivo da CMVM para coordenar o grupo de especialistas encarregue da elaboração de um parecer técnico sobre a implementação da “Directiva da Transparência”, a entregar à Comissão Europeia até 30 de Junho do corrente ano. Do objecto da consulta destaca-se a questão da criação de um sistema europeu de armazenamento de informação obrigatória sobre sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado⁹ e a definição de parâmetros para apresentação da informação às autoridades de supervisão. É aguardada, para Abril de 2006, a divulgação um relatório intercalar sobre a análise dos custos e do financiamento decorrentes da criação e funcionamento dos sistemas implementados a nível nacional e o estudo sobre a possibilidade e modo de ligação dos distintos sistemas nacionais num único sistema europeu.

Como última nota, destaque-se o facto de a transposição da Directiva da Transparência ainda se encontrar largamente dentro do período previsto, parecendo ser intenção do Governo imprimir alguma celeridade na preparação do diploma de transposição, na senda do esforço global que vem sendo empreendido nesse sentido.

Resta agora esperar que seja cumprida a promessa governamental de transposição atempada da Directiva da Transparência e os resultados de uma efectiva aplicação das disposições que o texto contempla. ■

¹Todos os artigos mencionados ao longo do presente texto com omissão da indicação da fonte, deverão ser considerados como relativos à Directiva da Transparência, salvo quando outra fonte for expressamente indicada.

²A presente Directiva impõe unicamente obrigações aos emitentes com valores admitidos à negociação em mercado regulamentado e afasta as situações de oferta pública, contrariamente ao que se verifica com a Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro, *relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação* (adiante “Directiva do Prospecto”).

³Actualmente e no contexto do sistema de Lamfalussy, a Directiva da Transparência encontra-se na fase correspondente ao “nível 2”, com opções ainda em aberto quanto à sua execução.

⁴Cf. *supra* a nota n.º 2.

⁵Exceptua-se a «informação contínua», que inclui a informação respeitante às participações qualificadas e a informação dos titulares de valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado. Não podemos deixar de distinguir uma particularidade da Directiva da Transparência, que consiste na imposição de deveres não somente a emitentes, como aos próprios investidores, no caso da «informação contínua».

⁶International Financial Reporting Standards (“IFRS”).

⁷Cf. Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho de 2002, *relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade*.

⁸Contudo, com limitadas excepções.

⁹À semelhança do que sucede ao nível nacional em Portugal, Espanha e França, gerido pelas respectivas autoridades de supervisão, respectivamente, CMVM (o “Sistema de Difusão de Informação”), CNVM e AMF.



Cecília Costa

S/título (da série Pli), 2005, Prova cor lambda, 60 x 90 cm

Obra da Colecção da Fundação PLMJ