

BANCÁRIO E FINANCEIRO | MERCADO DE CAPITAIS

Deveres de informação dos emitentes e regime aplicável às ofertas públicas de aquisição

Regulamento da CMVM n.º 1/2023

Foi publicado no passado dia 26 de abril o Regulamento da CMVM n.º 1/2023 relativo aos deveres de informação dos emitentes e ao regime aplicável às ofertas públicas de aquisição (“**Regulamento n.º 1/2023**” ou o “**Regulamento**”). O presente Regulamento revoga os Regulamentos da CMVM n.ºs 7/2018 (Alteração ao Regulamento da CMVM n.º 5/2008), 5/2008 (Deveres de informação), 3/2006 (Ofertas e emitentes), 11/2005 (Âmbito das Normas Internacionais de Contabilidade) e 6/2002 (Apresentação de Informação Financeira por Segmentos) e dá corpo à opção de revisão e integração de todas estas matérias não sujeitas a revogação num só Regulamento, autónomo e simplificado.

1. O que está em causa?

Em termos gerais, a revisão em causa pretende, por um lado, adaptar o conteúdo dos Regulamentos acima mencionados às alterações introduzidas no Código dos Valores Mobiliários (“CVM”) no final de 2021 e, por outro lado, prosseguir o processo de simplificação dos deveres a cargo das sociedades emitentes, eliminando os que se revelam redundantes ou adicionais face à legislação europeia, sempre que não existam especificidades nacionais que justifiquem a sua manutenção.

Trata-se, pois, de uma revisão que se pauta pela racionalização normativa e pelo incremento da transparência e compreensibilidade do regime vigente para as sociedades emitentes, como estímulo à confiança dos investidores e à competitividade do mercado. Neste sentido, detalham-se de seguida as alterações mais significativas promovidas por esta nova regulamentação.

Trata-se de uma revisão que se pauta pela racionalização normativa e pelo incremento da transparência e compreensibilidade do regime vigente para as sociedades emitentes, como estímulo à confiança dos investidores e à competitividade do mercado.

1.1. Deveres de informação (regulação das matérias previstas nos Regulamentos da CMVM n.º 5/2008 e 11/2005 e eliminação do Regulamento n.º 6/2002)

- **Fim das sociedades abertas:** o Regulamento n.º 1/2023 exclui do seu âmbito subjetivo de aplicação, em virtude da supressão da figura da sociedade aberta no novo CVM, as entidades que tenham realizado ofertas públicas sem a subsequente admissão em mercado dos valores mobiliários, centrando-se nas entidades com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.
- **Eliminação de deveres que resultam já do CVM ou do MAR:** no que respeita à divulgação de factos relativos a sociedades emitentes de valores mobiliários, verifica-se que o Regulamento n.º 1 / 2023 elimina do seu âmbito objetivo um conjunto de deveres de informação que resultam, igualmente, do CVM e do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (“**Regulamento do Abuso de Mercado**” ou “**MAR**”). Em particular, mencione-se os deveres de divulgação de atribuições/alterações de notações de risco (cuja informação é subsumível ao conceito de informação privilegiada), de listas de titulares de participações qualificadas nos R&C anuais (já incluída nos relatórios de governo societário e comunicados de participações qualificadas), o dever de sigilo relativamente a informação privilegiada (que resulta do MAR) e algumas normas relativas aos meios de divulgação de informação.
- **Ações próprias:** tendo em vista um maior alinhamento com o regime europeu previsto na Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013 (“**Diretiva da Transparência**”), passa a ser devida a comunicação, não de todas as transações de ações próprias, mas apenas quando a percentagem de direitos de voto inerentes às ações próprias em causa exceda ou se torne inferior aos limiares de 5% ou 10% dos direitos de voto totais. O referido dever é também aplicável a outros valores mobiliários que deem direito à subscrição, aquisição ou alienação de ações emitidas ou a emitir pelo emitente.
- **Operações de dirigentes:** a notificação e divulgação de operações de dirigentes e pessoas estreitamente relacionadas, aquando da sua designação ou após admissão à negociação dos valores mobiliários, deixa de ser uma matéria regulada no presente Regulamento, por se entender que este dever de apresentação da posição inicial não resulta de regulamentação europeia aplicável no âmbito das transações de dirigentes (MAR) e que esta informação já é divulgada pelas sociedades emitentes por outra forma (o Código das Sociedades Comerciais e CVM impõem a divulgação desta informação nas propostas para Assembleias Gerais, sempre que a eleição de membros seja um ponto da ordem de trabalhos). De notar que este aspeto em nada colide com os deveres de comunicação de operações em momento subsequente à designação dos dirigentes ou à admissão à negociação dos valores mobiliários, que se mantém.
- **Crítérios de comunicação de alterações de títulos de imputação de direitos de voto:** o presente Regulamento circunscreve a norma anteriormente vigente em matéria de alteração de títulos de imputação de direitos de voto (n.º 3 do artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008) ao regime ofertas públicas de aquisição (“**OPAs**”) obrigatórias, no sentido de que sejam dadas a conhecer ao mercado as alterações que, podendo manter inalterada a medida da participação imputável, possam atribuir ao participante um poder de exercício de influência de que anteriormente não dispunha. Com a solução agora proposta, circunscrita aos casos em que esteja em causa a ultrapassagem das fasquias relevantes para efeitos de OPA, visa-se a proteção dos acionistas minoritários que está subjacente ao regime das OPAs, garantindo transparência quando ocorra uma efetiva alteração de controlo, monitorizável pelo cumprimento das regras referentes à aquisição, modificação e supressão de participações qualificadas, e respetivas fontes ou títulos de imputação.

- **Informação financeira:** em linha com as alterações ao CVM, o Regulamento n.º 1/2023 revoga as normas relativas às contas trimestrais, determinando que as sociedades emitentes que não estejam obrigadas a divulgar contas consolidadas passam a apresentar as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade. A este respeito, o Regulamento n.º 1/2023 eliminou a obrigação de apresentação de informação financeira por segmentos para contas individuais de acordo com o Sistema de Normalização Contabilística.

1.2. Ofertas públicas (atualização e revisão de matérias constantes do Regulamento da CMVM n.º 3/2006)

- **Eliminação das normas sobre ofertas de distribuição:** o Regulamento n.º 1/2023 revoga diversas normas em matéria de ofertas e emissões, nomeadamente as normas sobre comunicação de ofertas particulares e recolha de intenções de investimento (cujas normas correspondentes foram eliminadas do CVM), evolução de aceitações e apuramento de resultados (consideradas também desnecessárias tendo em conta o novo CVM) e manual de atendimento telefónico, este último eliminado porquanto os deveres de informação a respeito dos instrumentos financeiros que impendem sobre os intermediários financeiros, bem como as regras sobre a conservação das ordens dadas por clientes, constam já de regulação europeia e nacional ¹.
- **Ajustes no regime das OPAs em função das alterações ao CVM:** a regulação no âmbito das OPAs manter-se-á no Regulamento com alguns ajustes decorrentes das alterações promovidas pelo novo CVM, em particular quanto:
 - i) às derrogações do dever de lançamento, acomodando (a) a adição de uma nova causa de derrogação, prevista na alínea d) do n.º 1 do artigo 189.º do CVM (aquisições mortis causa); e (b) o alinhamento do prazo de comunicação com os tempos do cumprimento do dever, no sentido de obstar à existência de um hiato temporal de incerteza quanto ao lançamento de uma oferta;
 - ii) à divulgação do prospeto, cujo regime é simplificado e alinhado com o regime das ofertas de distribuição patente no Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017 (“**Regulamento dos Prospetos**”);
 - iii) às regras sobre adenda, que se encontram atualizadas em função do atual regime previsto no artigo 176.º-B do CVM; e
 - iv) ao regime das ofertas públicas de troca (apenas aplicável a ofertas sobre ações), que passa a estar disciplinada no Regulamento com alterações que visam clarificar a aplicação do Anexo relativo ao prospeto da OPA e, caso aplicável (e.g. se a oferta for superior a 8.000.000€), as disposições do Regulamento dos Prospetos (e.g. as exigências informativas do documento de isenção).

A regulação no âmbito das OPAs manter-se-á no Regulamento com alguns ajustes decorrentes das alterações promovidas pelo novo CVM.

¹ Sobre o dever de informação: esta informação pode ser solicitada pela CMVM com base nos artigos gerais sobre os poderes da CMVM (e.g. alínea a) do n.º 2 do artigo 361.º do CVM). Sobre o dever de divulgação: esta informação pode ser solicitada pela CMVM com base noutros instrumentos legais, incluindo o MAR.

- **Ajustamento na estrutura de prospeto de OPA:** neste âmbito, o presente Regulamento promove a simplificação e melhoria da sistematização da estrutura do prospeto, incluindo a introdução de um sumário (com o máximo de 5 páginas) que inclua as principais informações sobre a oferta, bem como a positivação de um conjunto de princípios sobre a redação do prospeto no sentido de melhorar a sua compreensibilidade pelos investidores, em linha com os prospectos de ofertas de distribuição, entre eles a simplicidade de linguagem, o agrupamento de matérias conexas e limitação à repetição de informação.
- **Novo regime sobre peritos independentes:** o Regulamento n.º 1/2023 inclui um novo regime sobre peritos independentes para determinação de contrapartida mínima em OPA ou exclusão à negociação. Estas novas regras procuram:
 - i) definir os critérios e metodologia da seleção de peritos que passam a poder exercer aquelas funções (em OPA ou exclusão voluntária de negociação), tendo em atenção a nova redação do n.º 2 do artigo 188.º do CVM, de acordo com a qual a contrapartida mínima em OPA fica a cargo de um perito independente (e não necessariamente de um “auditor”, conforme previsto no anterior regime);
 - ii) tendo em conta a experiência em ofertas anteriores, facilitar a compreensão dos relatórios de avaliação e garantir que incluem elementos mínimos, mediante a previsão de uma estrutura-base e conteúdo dos relatórios;
 - iii) garantir um processo célere e transparente, nomeadamente prazos máximos para a nomeação do perito e para a elaboração do relatório.

Considerando outros regimes sobre o acesso a atividades reguladas objeto de supervisão pela CMVM (e.g. peritos avaliadores de imóveis e auditores), e tendo em atenção a natureza e complexidade da atividade, bem como os interesses que cumpre tutelar (a proteção dos acionistas e o regular funcionamento do mercado, sem impor ao oferente custos desproporcionais), prevêem-se três requisitos para os peritos que procedam à avaliação da sociedade visada:

O presente Regulamento promove a simplificação e melhoria da sistematização da estrutura do prospeto da OPA.

- i) competência especializada, que garanta conhecimentos para o bom desempenho dos trabalhos – formação académica (que deve demonstrar bases sólidas para a prossecução das funções de avaliação em apreço) e experiência profissional relevante (e.g. 5 anos);
- ii) idoneidade – com base em critérios já testados no regime dos peritos avaliadores de imóveis; e
- iii) independência – procurando a adaptação de critérios já testados noutras áreas (e.g. auditores ou órgãos de fiscalização das sociedades comerciais) às funções em concreto, no sentido de garantir a inexistência de quaisquer circunstâncias que possam afetar a isenção do perito, em especial por referência ao oferente e sociedade visada.

Tal como sucede noutras jurisdições europeias de referência, compete ao oferente apresentar uma proposta de nomeação de perito à CMVM - juntamente com a avaliação que fez da verificação dos requisitos e confirmação expressa por parte do perito de que os mesmos se encontram verificados - que a poderá rejeitar caso discorde da aferição quanto ao preenchimento dos pressupostos de competência, idoneidade e independência.

No sentido de incrementar a celeridade e previsibilidade do procedimento:

- i) o oferente tem um prazo máximo de 10 dias para apresentar a proposta de perito, tendo a CMVM igual prazo para resposta (10 dias úteis em ambos os casos);
 - ii) caso a CMVM, por incumprimento dos requisitos aplicáveis, decida não designar o perito indicado pelo oferente, deve, no prazo de 10 dias úteis, contados da decisão de não designar o perito indicado (a) proceder à nomeação de perito, ou (b) solicitar ao oferente, uma segunda proposta de perito, a indicar pelo oferente no prazo de 10 dias úteis. Neste seguimento, caso a CMVM, por incumprimento dos requisitos aplicáveis, decida não designar o segundo perito indicado pelo oferente, procede à nomeação de perito, no prazo de 10 dias úteis, contados dessa decisão;
 - iii) o perito dispõe de um prazo máximo de 30 dias úteis para emissão do relatório. Sendo a complexidade da análise muito variável e podendo ser detetadas dificuldades durante os trabalhos, é possível prorrogar o prazo, dentro dos critérios estabelecidos. A CMVM poderá logo à partida definir um prazo superior;
 - iv) a necessidade de garantir a fácil compreensão e completude dos relatórios de avaliação sustenta a previsão de uma estrutura e conteúdo padronizados, que constam do novo Anexo II do Regulamento. Os elementos constantes desse anexo encontram inspiração na estrutura típica dos relatórios de research e no regime de outros Estados-Membro.
- o **Previsão dos requisitos para aferir a liquidez das ações:** ainda no campo da contrapartida mínima em OPA, e tendo como desiderato reforçar a previsibilidade da decisão da CMVM sobre a ausência de liquidez dos valores mobiliários objeto da OPA (o que determina a necessidade de ser indicado um perito – cfr. n.º 3 do artigo 188.º do CVM), passam a ser públicos os critérios para a aferição da liquidez.

Para a aferição de liquidez de valores mobiliários, a CMVM atende a um conjunto de oito indicadores de liquidez calculados com recurso a informação da negociação em mercado regulamentado para os seis meses prévios à data do anúncio da oferta. Aqueles indicadores pretendem retratar as várias dimensões do conceito de liquidez, designadamente atividade de negociação e participação, custos de transação, impacto no preço, elasticidade e profundidade. Posteriormente, são usados métodos estatísticos de classificação (*cluster analysis*) para agrupar as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado em três categorias (grupo de liquidez elevada, grupo de liquidez intermédia e grupo de liquidez reduzida), tendo por base os referidos indicadores.

Para consolidar e validar os resultados obtidos, são posteriormente implementados exercícios suplementares, os quais incluem análises de sensibilidade às ações incluídas na análise de cluster e aos indicadores de liquidez usados para aferir o grau de influência de cada um nas classificações finais. A conclusão final deve refletir o agrupamento gerado pelos algoritmos de classificação e ser validada pelos resultados dos exercícios suplementares. ■