

Ao
Conselho Directivo
Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Rua Laura Alves, 4
Apartado 14258
1064-061 Lisboa

Lisboa, 30 de Abril de 2015

N/ Ref.ª: AEM/ASF/561

Assunto: Processo de consulta pública da CMVM n.º 3/2015

Transposição da Directiva 2013/50/UE ("Directiva da Transparência")

Exmos. Senhores,

A AEM - ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO congratula-se com a publicação da proposta de anteprojecto do diploma de transposição da Directiva 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Outubro de 2013, que altera a Directiva 2004/109/CE ("Directiva da Transparência") e a Directiva 2003/71/CE ("Directiva dos Prospectos").

A AEM agradece a oportunidade de, em representação das empresas emitentes suas associadas, apresentar a sua Posição sobre a proposta em causa, bem como sobre as questões concretamente colocadas pela CMVM no documento da consulta, ciente de que a transposição da Directiva 2013/50/UE para o ordenamento jurídico interno implica alterações ao Código dos Valores Mobiliários, nomeadamente quanto às matérias (i) da comunicação e divulgação de participações qualificadas, (ii) da divulgação de informações periódicas por parte de emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado; e (iii) do regime linguístico aplicável aos prospectos de oferta pública, bem como à divulgação de informações regulamentares.

Os comentários que apresentamos em anexo reflectem a posição das empresas associadas da AEM que se pronunciaram sobre as matérias em causa; sem prejuízo, importa referir que, no momento em que fechamos a presente Posição, algumas empresas associadas ainda não tiveram a possibilidade de concluir a respectiva ponderação interna pelo que as respectivas posições

finais, na eventualidade de entenderem adequado endereçar as mesmas à CMVM, poderão não coincidir, no todo ou em parte, com a Posição agora apresentada pela AEM.

Do mesmo modo, e como sempre acontece, a apresentação da presente Posição não preclui nem prejudica, de nenhum modo, a possibilidade de cada uma das empresas associadas, designadamente em questões de pormenor, e/ou atinentes à sua situação particular, apresentar directamente à CMVM os seus eventuais contributos adicionais.

Sem outro assunto de momento, apresentamos os nossos melhores cumprimentos.

Pela Direcção,



Abel Sequeira Ferreira

Director Executivo



ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO

AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

Largo do Carmo, n.º 4, 1.º Dto., 1200-092 Lisboa, Portugal

RESPOSTA
CONSULTA PÚBLICA DA CMVM N.º 3/2015
TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA 2013/50/UE
("DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA")

ABRIL DE 2015

A

1. Regras em matéria de informação financeira trimestral e de informação intercalar da administração

A AEM acolhe positivamente a iniciativa de eliminação do dever legal de elaboração e de divulgação de informação financeira trimestral e de informação intercalar da administração, considerando que, conforme mencionado no documento da consulta, esse dever implica custos e encargos financeiros relevantes para as entidades emitentes, especialmente onerosos e evidentes no caso das empresas de pequena e média dimensão, e pode conduzir a uma incidência excessiva por parte dos investidores nos resultados e no desempenho de curto prazo das empresas.

Por outro lado, é nosso entendimento que o dever em causa pode funcionar como factor dissuasor da entrada no mercado de novas empresas emitentes, designadamente, de dimensão média ou pequena.

E, de facto, jurisdições de referência e com culturas de mercado bastante diferentes, como são os casos do Reino Unido e da França optaram por eliminar esta obrigatoriedade legal, sem excepções¹, aspecto que igualmente favorece esta opção, no sentido de evitar assimetrias no contexto europeu².

Sem prejuízo, a AEM considera que a informação em causa deve continuar a poder ser prestada numa base voluntária, pelas entidades emitentes que considerem útil e pertinente proceder a essa divulgação, em concreto e atendendo ao respectivo contexto de mercado e de actividade, estrutura de custos, dimensão, quadro accionista e práticas contabilísticas.

No que respeita aos pontos concretos relativamente aos quais a CMVM pede contributos, cabe referir o seguinte:

- (i) A manutenção da obrigatoriedade de elaboração e de divulgação de informação financeira trimestral e de informação intercalar da administração,

¹ Ainda que no caso da França, ao invés da opção tomada no Reino Unido, se tenha tomado simultaneamente a iniciativa de regulamentar a prestação voluntária da informação financeira trimestral e da informação intercalar da administração.

² Por outro lado, o caso francês apresenta ainda a relevância acrescida de a respectiva Bolsa se encontrar sob gestão do Grupo Euronext, à semelhança do que acontece com a Bolsa de Lisboa.

constitui, como já foi mencionado, encargo financeiro relevante, e em muitos casos porventura desproporcional, em especial e de forma mais evidente para as empresas emitentes de dimensão média ou pequena.³

(ii) Sem prejuízo, é entendimento da AEM e de várias das empresas suas associadas que o conteúdo das informações financeiras trimestrais e da informação intercalar da administração pode ser relevante para a formação de decisões de investimento por parte dos investidores, razão pela qual, como também já acima indicado, é bem aceite e considerada como muito relevante a manutenção da possibilidade da sua divulgação pelas empresas emitentes, numa base voluntária.

Na verdade, é nossa convicção que alguns investidores poderão continuar a ter a expectativa de aceder e de acompanhar, com regularidade inferior à anual e semestral, a prestação de informação financeira e de gestão das entidades emitentes, actualmente prevista no artigo 246.º-A do CVM e no Regulamento da CMVM 5/2008, para formação das suas decisões de investimento.

Com base nesta premissa, a AEM considera que deverá continuar a ser permitida a divulgação daquela informação, numa base voluntária, por parte das empresas emitentes que, atendendo ao seu contexto de mercado e de actividade, estrutura de custos, dimensão, quadro accionista e práticas contabilísticas, entendam legitimamente dever prosseguir essa prática indo ao encontro dos interesses e expectativas dos seus investidores.

Atentas as restantes obrigações de divulgação periódica anual, semestral e imediata de informação (neste último caso, dos factos susceptíveis de constituir informação privilegiada por serem susceptíveis de influenciar de maneira sensível o preço dos valores mobiliários emitidos), tal como previstas na legislação e regulamentação aplicáveis, entende a AEM que a opção legislativa de eliminar a obrigatoriedade de divulgação desta informação prevista na Directiva 2013/50/EU, pode ser assumida em Portugal, acompanhando a opção já tomada em outros Estados Membros de referência, como os acima

³ A matéria tem sido objecto de várias análises e literatura, designadamente da OCDE; aqui citamos, a título de exemplo, os casos descritos num trabalho eventualmente menos conhecido mas impressionante: ECSIP Consortium, "Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs", páginas 83, 118, 133.

mencionados, sem que os legítimos interesses dos investidores e a transparência do mercado fiquem comprometidos.

(iii) A AEM considera que não deve ser mantido o dever legal de divulgação da informação financeira trimestral, mesmo no caso das instituições financeiras, atentas as razões já expostas supra, as quais são aplicáveis, *mutatis mutandis*, também nestas situações, não se descortinando razão para um tratamento díspar quando está em causa um sector devidamente regulado e supervisionado, desde logo de um ponto de vista prudencial.

Também pelas razões já adiantadas, a AEM entende que no caso das instituições financeiras deve ser mantida a possibilidade de divulgação da informação em causa numa base voluntária.

(iv) A AEM admite que a eventual divulgação voluntária, da informação que deixa de ser objecto de dever legal de elaboração e divulgação, possa ser objecto de regulamentação padronizada, considerando a necessidade de assegurar uma consistência e harmonização mínima de regras de reporte entre os emitentes que optem por divulgar tal informação, e evitando assimetrias de informação ao mercado.

Assim, nesta matéria, a AEM considera útil a posição adoptada em França após a aprovação da *Loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014*, a qual transpõe a Directiva 2013/50/EU e dispensou a obrigação de divulgação trimestral de informação financeira pelos emitentes, a partir de 1 de Janeiro de 2015⁴, tendo, no entanto, a Autorité des Marchés Financiers (AMF) vindo regular a divulgação voluntária de informação financeira trimestral e de contas trimestrais.

Neste sentido, a AMF emitiu um conjunto de recomendações dirigidas aos emitentes que pretendam divulgar trimestralmente esta informação, recomendando, em especial, que seja seguida uma linha clara e transparente nesta divulgação, com inclusão da respectiva data de divulgação no calendário anual.

Por último, caso venha a ser tomada a opção de regular a divulgação voluntária da informação financeira trimestral e informação intercalar da administração por parte das entidades emitentes, a AEM considera imprescindível que os destinatários desta

⁴ Confirmar:

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029999826&categorieLien=id>

consulta pública sejam novamente consultados relativamente às alterações concretas que venham a ser propostas ao Código dos Valores Mobiliários (e ao Regulamento n.º 5/2008 da CMVM) sobre esta matéria.

2. Regras sobre informação anual e semestral e outras informações regulamentares

Relativamente a este ponto, a AEM admite que algumas das entidades emitentes suas associadas venham a considerar que os respectivos investidores esperam ou consideram útil a publicação das contas semestrais no prazo mais curto de dois meses após o termo do primeiro semestre do exercício, o que, contudo não nos parece contender com a redacção proposta no anteprojecto.

Do mesmo modo, no que respeita à manutenção do dever de comunicação de projectos de alteração dos estatutos das entidades emitentes, cabe referir que a redacção proposta no anteprojecto não nos suscita objecções.

3. Transparência de participações qualificadas e posições económicas longas

A AEM concorda com a possibilidade de afastamento, em casos específicos, do dever de lançamento de oferta pública de aquisição, quando este resulte de imputação de direitos de voto ao abrigo da nova alínea i) do n.º 1 do art.º 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

Já no que respeita à redacção proposta para a nova alínea b) do n.º 2 do art.º 187.º do Código dos Valores Mobiliários, entende-se que a mesma implica a prova de um facto negativo, o que poderá revelar-se difícil, quando não impossível, no caso concreto.

De facto, a prova de que “não exerce nem pode exercer influência sobre os direitos de voto”, *ab anteriori* do próprio eventual exercício ou não exercício da dita influência não parece configurar uma densificação compreensível, na medida em que não permite descortinar como se prova que não só não se exerce como se não pode exercer influência sobre os direitos de voto.

Aliás, o receio que subjaz à norma parece ser a própria possibilidade do exercício de influência, pelo que a expressão “nem pode exercer”, colocada no plano abstracto, poderá consubstanciar uma contradição insanável.

Por outro lado, a norma só pode ter expressão numa situação em que a contraparte tem, ela própria, a titularidade ou o acesso ao exercício dos direitos de voto inerentes ao número de acções objecto do referido instrumento financeiro definido nos termos das novas propostas.

Nestes termos, a solução apresentada, porque excessivamente vaga, pode contribuir para desencadear o dever de lançamento de OPAs obrigatórias, ao arrepio da real expressão de poder e do motivo determinante da aquisição de uma mera posição económica, a qual tem necessariamente que continuar a ser vista como um acto legítimo e um instrumento de gestão importante e comum.

Nestes termos, parece-nos mais adequado, à gravidade e ao peso das consequências de uma norma tão aberta, inserir no texto legal regras objectivas de suficiência da prova de não existência de influência, num primeiro momento com base em factos, e não em apreciações de mero teor subjectivo, e seguidamente num acompanhamento da conduta dos interessados no exercício do voto em Assembleia Geral.

Deste modo, num primeiro momento deveria ser prova suficiente e bastante a declaração de compromisso do detentor dos referidos instrumentos financeiros do não exercício de qualquer tipo de influência sobre os direitos de voto inerentes às acções, e de que existe completa liberdade de voto da contraparte, não podendo o titular instruir o sentido de voto ou solicitar, para si ou para terceiro interposto, representação para o exercício dos referidos direitos, podendo ainda admitir-se o aconselhamento à inserção dessa declaração nos contratos relativos a instrumentos financeiros desta natureza, celebrados em momento posterior à entrada em vigor do regime.

Deste modo, entendemos que seria útil que o preceito em questão clarificasse as situações que considera susceptíveis de recondução a esta previsão, aliás, à semelhança do que sucede no Regulamento da CMVM n.º 5/2010 - Dever de Divulgação de Posições Económicas Longas Relativas a Acções (que alterou o Regulamento da CMVM n.º 5/2008 – Deveres de Informação), ainda que de forma exemplificativa, evitando a publicação do normativo desprovido de qualquer conteúdo nesta matéria o que será sempre gerador de enorme insegurança jurídica.

Naturalmente, se esta nossa sugestão merecer acolhimento, a AEM considera imprescindível que os destinatários desta consulta pública sejam igualmente consultados relativamente ao elenco concreto de situações que venham a ser consideradas:

4. Regime sancionatório

Considerando que a transposição das regras em matéria sancionatória vai ser efectuada de forma articulada e transversal com a transposição de regras similares previstas noutros diplomas comunitários (a transpor a breve trecho), no momento presente a AEM não tem comentários às alterações que se antecipam em matéria de regime sancionatório, reservando-se, contudo, o direito de se pronunciar sobre as mesmas em momento adequado.

5. Observações de mera redacção

A AEM sugere que sejam corrigidas as referências distintas ao “**valor aproximadamente equivalente**” e ao “**valor equivalente**” de certos valores mobiliários denominados noutra moeda que não o Euro (negrito nosso), nos preceitos abaixo indicados, com a sugestão de opção por uma das duas expressões, com vista à uniformização sistemática destas referências.

No entender da AEM, a expressão “**valor equivalente**” é preferível à expressão “**valor aproximadamente equivalente**” (“*nearly equivalent value*”), pese embora estejamos cientes de que esta última é a expressão utilizada no art.º 2.º, al. m), subalínea ii), parte final da Directiva 2003/71/CE – Directiva do Prospecto.

Os preceitos cuja redacção carece de harmonização são os seguintes:

- a) Artigo 145.º, n.º 1: “(...) e de outros valores mobiliários com valor nominal inferior a € 1 000 ou, quando denominados noutra moeda, **com valor aproximadamente equivalente** na data de emissão.”
- b) Artigo 145.º, n.º 2, al. a): “De valores mobiliários não representativos de capital social cujo valor nominal unitário se eleve a pelo menos € 1 000 ou, quando denominados noutra moeda, **com valor aproximadamente equivalente** na data de emissão.”
- c) Artigo 237.º-A: “O prospeto de admissão relativo a valores mobiliários não representativos de capital com valor nominal unitário igual ou superior a € 100

000 ou [quando denominados noutra moeda]⁵ de valor equivalente na data de emissão (...)

- d) Artigo 244.º n.º 10: *“O disposto na alínea a) do n.º 1 é aplicável a valores mobiliários não representativos de capital não denominados em euro, **cujo valor nominal seja aproximadamente equivalente a € 1 000.**”*
- e) Artigo 250.º-A, n.º 1, al. b): *“Emitentes que emitam apenas valores mobiliários representativos de dívida admitidos à negociação num mercado regulamentado cujo valor nominal unitário seja, pelo menos, de € 100 000 ou, no caso de valores mobiliários representativos de dívida emitidos em moeda diferente do euro, **cujo de valor nominal unitário seja equivalente, pelo menos, a € 100 000 na data da emissão.**”*
- f) Artigo 250.º-A, n.º 1, al. c): *“Emitentes que emitam apenas valores mobiliários representativos de dívida cujo valor nominal unitário seja, pelo menos, de € 50 000 **ou de valor equivalente** na data de emissão, que já tenham sido admitidos à negociação num mercado regulamentado antes de 31 de dezembro de 2010, durante o período correspondente ao prazo remanescente dos referidos valores mobiliários.”*
- g) Artigo 244.º -B, n.º 7: *“No caso de valores mobiliários representativos de dívida cujo valor nominal unitário seja de pelo menos € 100 000 ou, se emitidos em moeda diferente do euro **cujo valor nominal unitário seja, na data de emissão, equivalente** àquele montante, que estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado em mais do que um Estado membro (...)*”
- h) Artigo 244.º-B n.º 8: *“O disposto no número anterior aplica-se igualmente aos valores mobiliários representativos de dívida cujo valor nominal unitário seja de pelo menos € 50 000 ou, se emitidos em moeda diferente do euro **cujo valor nominal unitário seja, na data de emissão, equivalente àquele, que tenham já sido admitidos à negociação num mercado regulamentado num ou mais Estados membros antes de 31 de Dezembro de 2010, pelo período correspondente ao prazo restante dos instrumentos.**”*

⁵ O texto entre parênteses rectos parece encontrar-se em falta na redacção do preceito.

A concluir esta Resposta, a AEM reitera a total disponibilidade para qualquer colaboração que a CMVM entenda poder ser útil e necessária no que diz respeito a este assunto, confirmando que, caso a mesma seja tida como adequada, autoriza a publicação da presente Resposta.