

Ao

Gabinete do Senhor Secretário de Estado Adjunto,  
do Tesouro e das Finanças

a/c Exma. Senhora Chefe do Gabinete

Dra. Susana Larisma

[gabinete.seatf@mf.gov.pt](mailto:gabinete.seatf@mf.gov.pt)

Lisboa, 21 de Dezembro de 2015

N/ Ref.ª: AEM/ASF/619

Assunto: Transposição da Directiva 2013/50/UE ("Directiva da Transparência")  
Consulta do Secretário de Estado Adjunto, do Tesouro e das Finanças

Exmo. Senhor,

A AEM - ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO congratula-se com a consulta realizada a propósito da proposta de projecto 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, 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, mercê do reduzido prazo de consulta, no momento em que fechamos a presente Posição algumas

empresas associadas não tiveram ainda a possibilidade de concluir a respectiva ponderação interna pelo que as respectivas posições finais, na eventualidade de entenderem adequado endereçar as mesmas à Secretaria de Estado, 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 preclude 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 ao Governo de Portugal 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**  
**TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA 2013/50/UE**  
**("DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA")**  
**CONSULTA DO SECRETÁRIO DE ESTADO ADJUNTO,**  
**DO TESOURO E DAS FINANÇAS**

**DEZEMBRO DE 2015**

## **1. Regras em matéria de informação financeira trimestral**

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, por considerar que esse dever implica custos e encargos financeiros relevantes para as entidades emittentes, 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 emittentes, designadamente, de dimensão média ou pequena.

Sem prejuízo, a AEM manifesta igualmente o seu acordo a que a informação em causa possa continuar a ser prestada, numa base voluntária, pelas entidades emittentes 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 aspectos mais relevantes, e com maior impacto para as empresas emittentes, constantes do projecto de transposição, cabe referir o seguinte:

- (i) A manutenção da obrigatoriedade de elaboração e de divulgação de informação financeira trimestral e de informação intercalar da administração, constitui, como já foi mencionado, encargo financeiro relevante, e em muitos casos porventura desproporcional, em especial e de forma mais evidente para as empresas emittentes de dimensão média ou pequena.
- (ii) Sem prejuízo, é entendimento da AEM e de várias das empresas suas associadas que o conteúdo das informações financeiras trimestrais 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 emittentes, 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 para formação das suas decisões de investimento.

Com base nesta premissa, a AEM concorda que continue 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 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.

Neste contexto, a nova redacção proposta para o artigo 246.º-A, parece encontrar-se em linha com as expectativas e preocupações acima elencadas, pelo que não existem reparos a fazer à mesma, salvo no que respeita ao respectivo n.º 3, de cujo conteúdo se discorda, pelas razões acima aduzidas.

## **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 projecto de transposição.

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 solução acolhida no projecto não nos suscita objecções.

## **3. Isenção de dever de comunicação de participações qualificadas**

O artigo 16.º-A, n.º 4, do projecto de transposição enfatiza que os titulares de participações que beneficiem das isenções previstas no respectivo n.º 1 não podem exercer os direitos de voto correspondentes, excepto nos casos previstos na al. c) do n.º 1 citado.

Sem prejuízo, nota-se que o anteprojecto que, em Abril passado, foi posto a consulta pública pela CMVM, previa uma excepção adicional, nos seguintes termos:

*“4 – Os direitos de voto abrangidos pelas isenções previstas no n.º 1 não podem ser exercidos, salvo no caso previsto na alínea c) ou se a participação for divulgada nos termos do artigo 17.º.”*

Ora, sendo certo que o não exercício dos direitos de voto constitui um requisito para beneficiar da isenção prevista no art. 16.º-A, no caso em que a sociedade haja procedido à divulgação da participação qualificada, nos termos do artigo 17.º, não subsistem as razões para o não exercício dos direitos de voto, pelo que os mesmos devem poder ser exercidos.

Nestes termos, sugere-se a adopção da redacção anteriormente sugerida pela CMVM, aditando-se, no final do artigo 16.º-A, n.º 4, a frase “ou se a participação for divulgada nos termos do artigo 17.º.”.

#### **4. Possibilidade de afastamento, em casos específicos, do dever de lançamento de oferta pública de aquisição**

A AEM considera essencial 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 das novas alíneas e) e i) do n.º 1 do art.º 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

A este propósito, aquando da apresentação do anteprojecto que, em Abril passado, foi posto a consulta pública pela CMVM, a AEM apresentou várias críticas à redacção ali proposta para a nova alínea b) do n.º 2 do art.º 187.º do Código dos Valores Mobiliários, entendendo que os termos dessa redacção implicariam a prova de um facto negativo, dessa forma tornando difícil, quando não impossível, no caso concreto, o afastamento, do dever de lançamento de oferta pública de aquisição ali em causa.

Era o seguinte o texto que constava do anteprojecto da CMVM:

*“b) Ultrapassados os limites previstos no n.º 1, a pessoa que a ela estaria obrigada em virtude da imputação de direitos de voto nos termos da alínea i) do n.º 1 do artigo 20.º prove perante a CMVM que não exerce nem pode exercer influência sobre os direitos de voto inerentes às ações subjacentes.”*

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 redacção em causa 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, poderia 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.

Termos em que, face à gravidade e ao peso das consequências de uma norma tão aberta, pareceu-nos mais adequado, e foi o que defendemos, que se inserisse 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.

Assim, defendemos 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 grande insegurança jurídica.



Ora, a solução que consta do projecto de transposição agora em apreço, parece ser pior do que aquela que se acolhia no anteprojecto da CMVM, e, precisamente, susceptível de gerar enorme insegurança jurídica

De facto, no novo projecto, a nova alínea b) do n.º 2 do art.º 187.º foi pura e simplesmente suprimida, solução que, manifestamente, poderá contribuir para desencadear o dever de lançamento de OPAs obrigatórias, como acima se referiu, 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, e em especial atendendo ao alargamento dos critérios de imputação de direitos de voto previstos no art. 20.º, n.º 1, com a introdução das novas alíneas e) e i), consideramos que é imprescindível prever uma norma específica que permita o afastamento do dever de lançamento de oferta pública de aquisição que resulte da imputação de direitos de voto.

Pelo que, reitera-se a enorme importância da introdução, no artigo 187.º, de norma que permita o afastamento, em casos específicos, do dever de lançamento de oferta pública de aquisição, quando este resulte de imputação de direitos de voto ao abrigo das novas alíneas e) e i) do n.º 1 do art.º 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devendo essa nova norma assentar na declaração de compromisso do detentor dos instrumentos financeiros quanto ao não exercício de qualquer tipo de influência sobre os direitos de voto inerentes às acções e 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.

## **5. 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.

## **6. Observações de mera redacção**

O artigo 2.º do projecto de transposição refere-se à alteração do artigo 250.º-B, do Código dos Valores Mobiliários.

Julgamos que se tratará de um lapso na medida em que, s.m.o., o referido artigo não se encontra abrangido pelo articulado do projecto.

A concluir esta Resposta, a AEM reitera a total disponibilidade para qualquer colaboração que o Senhor Secretário de Estado Adjunto, do Tesouro e das Finanças 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.