

8. Certificados de depósito

Com a reforma operada pelo Decreto-Lei 22/2016 surgem também novos deveres relacionados com certificados de depósito para efeitos da comunicação e divulgação de participações qualificadas (artigo 16^o/10) e de divulgação de informação relativa a valores mobiliários admitidos à negociação (artigo 244^o/9).

Assim, tratando-se de certificados de depósito admitidos à negociação em mercado regulamentado as referências a emitente correspondem ao emitente dos valores mobiliários que são representados, independentemente de os mesmos estarem admitidos à negociação em mercado regulamentado.

9. Algumas outras alterações

Os emitentes dispõem agora de um mês adicional para a divulgação de contas semestrais, passando a ter de manter a referida informação por um prazo de 10 anos (face ao prazo anterior de 5 anos) (artigo 246^o).

Apenas as instituições de crédito e sociedades financeiras ficam obrigadas a divulgar a informação financeira trimestral (artigo 246^o-A).

Os emitentes que pretendam voluntariamente divulgar informação trimestral terão de fazê-lo por pelo menos 2 anos a contar da primeira divulgação.

Também as contas anuais devem ser mantidas à disposição do público por um prazo mínimo de 10 anos (artigo 245^o/1).

O NOVO REGULAMENTO EUROPEU SOBRE PROSPETOS

ORLANDO VOGLER GUINÉ¹

Este texto procura fazer um breve ponto de situação sobre os principais aspetos de alteração que se avizinhm em matéria de prospectos na União Europeia. Depois de um breve enquadramento da situação atual e dos planos reformistas da Comissão Europeia, elencam-se então as razões e os principais tópicos sob discussão e possíveis soluções futuras.

Palavras-chave: prospecto / oferta pública / admissão à negociação

This text aims at providing a brief status of the most significant forthcoming changes regarding prospectuses at European Union level. After a short overlook of the current situation and the plans for reform of the European Commission, the main reasons and matters under review are discussed, together with the possible future solutions.

Key-words: prospectus / public offer / admission to trading

ÍNDICE: 1. Ponto de partida; 2. Plano de Ação da Comissão Europeia; 3. Principais alterações; 3.1. Exceções; 3.2. Sumário; 3.3. Fatores de Risco; 3.4. Documento Unificado de Registo; 3.5. Emitentes Frequentes; 3.6. PME's; 3.7. Denominação Unitária de €100.000; 4. Breve Conclusão

“Prospectuses are legally required documents presenting information about a company. This information aims to be the basis on which investors can decide whether to invest in a variety of securities issued by that company. It is therefore crucial that the prospectus does not act as an unnecessary barrier to accessing public markets to raise capital.”

– Comissão Europeia (in COM(2015) 583 final. 2015/0268(COD))

¹ As opiniões expressas no texto são exclusivamente pessoais. O texto foi concluído em 23 de dezembro de 2016. Entretanto, em 30 de junho de 2017, foi publicado o novo Regulamento, com aplicação plena a partir de 21 de julho de 2019; Cfr. Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de junho de 2017 relativo ao prospecto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/EC.

Foi com enorme prazer que aceitei este convite que me foi dirigido, e que aqui mais uma vez agradeço, para intervir no Congresso e tratar de um tema que me diz muito. São incontáveis os prospectos, das mais variadas índoles, que tive em mãos ao longo da última década (como redator, revisor, consultor) e por isso foi um desafio muito interessante procurar perceber o que o futuro nos reservará a este respeito. O presente texto é apresentado em jeito de texto corrido, seguindo a linha da apresentação do tema que foi feita no Congresso.

1. Ponto de partida

Passada uma década da transposição em Portugal da Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva 2001/34/CE (a “Diretiva dos Prospectos”), pelo DL n.º 52/2006, de 15 de março, penso que o saldo do regime europeu dos prospectos é claramente favorável.

A par da Diretiva, igualmente foi fundamental o Regulamento (CE) n.º 809/2004 da Comissão, de 29 de abril de 2004, que estabelece normas de aplicação da Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à informação contida nos prospectos, bem como os respectivos modelos, à inserção por remissão, à publicação dos referidos prospectos e divulgação de anúncios publicitários (o “Regulamento dos Prospectos”). A par destes diplomas essenciais fundamentais, que foram objeto também de alterações entretanto, há que tomar em conta um conjunto de instrumentos legislativos secundários, bem como documentos de cariz mais interpretativo ou (fortemente) recomendatório (ao abrigo de Q&A do CESR/ESMA, nomeadamente; um exemplo significativo e que é aplicável desde há alguns meses são as *Guidelines* da ESMA sobre os ditos APMs – *Alternative Performance Measures*).

Efetivamente, contribuiu-se desta forma para uma harmonização (muito) significativa quanto ao formato e conteúdo dos prospectos, embora não sendo de descurar o papel que o próprio mercado teve (ou teria, na ausência desta regulamentação) nessa matéria. Claramente também que o regime de passaportes dos prospectos facilitou muito a circulação transfronteiriça de capitais. Igualmente classifico de muito positiva, contribuindo também para a mobilidade dos capitais, a uniformização conseguida entre Estados-Membros em matéria de requisitos de isenção do regime das ofertas públicas (e de admissão a negociação) em alguns casos e de dispensa de prospecto noutros, designadamente em caso de emissão de valores mobiliários representativos de dívida pública ou garantidos pelo Estado, em caso de ofertas dirigidas unicamente a investidores qualificados

ou que abrangem um número reduzido de investidores não qualificados (menos de 150 residentes por Estado-Membro, inicialmente 100) ou em caso de ofertas com preços mínimos de subscrição (ou denominação unitária mínima dos valores oferecidos) de €100.000. Um regime uniforme dos prospectos de base (ou pelo menos dos seus traços essenciais) foi também um resultado muito positivo em matéria de emissões de dívida.

Contudo, têm ainda subsistido significativas disparidades entre umas e outras jurisdições e umas e outras autoridades de supervisão, designadamente quanto ao grau de ingerência / revisão dos prospectos, quanto ao conteúdo / pormenor da informação e quanto aos prazos e procedimentos de supervisão. É designadamente difícil de aceitar e explicar a investidores internacionais que no país X o prazo para receção de comentários é de yy dias e no país Z de ww dias ou que ali apenas são aprovados prospectos uma vez por semana e aqui em qualquer dia da semana ou que os comentários são num país recebidos normalmente telefonicamente e noutro por escrito. Tendo em conta este último tipo de preocupações, foi publicado o Regulamento Delegado n.º 2016/301 da Comissão de 30 de novembro de 2015, que procurou harmonizar várias destas questões.

2. Plano de Ação da Comissão Europeia

Em 30 de setembro de 2015 foi publicada a Comunicação a Comissão Europeia sobre o seu *Action Plan on Building a Capital Markets Union* (COM(2015) 468 final).²

Havia-se nomeadamente constatado que os mercados de capitais europeus (UE) comparavam mal com os mercados de capitais norte-americanos (EUA), nomeadamente a dimensão do segmento de capital próprio (*equity*) era cerca de metade e do segmento de capital alheio (*debt*) menos de um terço do norte-americano. E passava-se isto num contexto em que as instituições de crédito se deparavam com requisitos crescentemente exigentes nos seus rácios de capital e de redução dos seus balanços (*deleverage*), sendo urgente encontrar ou reforçar alternativas ao tradicional financiamento bancário, do qual as empresas europeias dependem muito mais do que as norte-americanas. Trata-se de garantir mais e melhor crescimento na Europa e de garantir melhor concorrência intraeuropeia, bem como transatlântica.

Alguns tópicos que importa, desde já, reter da referida Comunicação é o foco nas PMEs, a atenção aos investidores de retalho e a importância dada à integração dos mercados dos Estados-Membros e à facilitação das operações transfronteiriças.

² Cfr. http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf

Uma das medidas fundamentais ali elencadas foi a revisão da regulamentação europeia dos prospetos, o que deu lugar, em 30 de novembro de 2015, à divulgação de uma proposta legislativa para um novo regulamento dos prospetos, e que revogaria assim a atual regulamentação (COM(2015 583 final. 2015/0268(COD))).³ Entrou-se num período de consulta pública e o projeto legislativo entrou depois em negociação tripartida nas instâncias europeias.

Entre os motivos aduzidos pela Comissão para este projeto legislativo destacaria:

- a) facilitar o recurso ao mercados de capitais, tanto na componente de *equity* como de dívida;
- b) melhorar o balanço entre os custos de produção de um prospeto e os respetivos benefícios, em suma, uma maior proporcionalidade entre uma coisa e outra, com o objetivo de tornar os prospetos mais compreensíveis e úteis para os investidores e menos onerosos para as empresas;
- c) atender às diferenças entre diversos tipos de emitentes e respetivas necessidades;
- d) atingir uma maior convergência de práticas de supervisão;
- e) combater a iliquidez do mercado secundário de dívida, embora deva manifestar desde já bastantes dúvidas que esse objetivo económico-financeiro possa simplesmente ser resolvido por via legislativa;
- f) alinhar a regulamentação com outras legislação europeia em matérias conexas, designadamente com as regras sobre transparência ou produtos financeiros complexos (nomeadamente, Diretiva 2004/109/CE de 15 de dezembro de 2014 (a “Diretiva da Transparência”, conforme alterada), e o Regulamento (UE) nº 1286/2014 de 26 de novembro de 2014 sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs)).

De forma a conseguir a maior harmonização possível, o instrumento escolhido pela Comissão assume a natureza de um regulamento, diretamente aplicável nos Estados-Membros, em vez de uma diretiva.

Depois de sucessivas propostas de alteração e apreciações por parte nomeadamente do Conselho, do Parlamento Europeu e do BCE em 16 de dezembro de 2016 (já depois do Congresso, portanto) foi conhecido um texto de compromisso ajustado, objeto de acordo provisório entre o Conselho e o Parlamento

³ Cfr. http://ec.europa.eu/finance/securities/prospectus/index_en.htm. Ai se encontram também publicados vários outros documentos de suporte relevantes.

(2015/0268(COD). 15574/16).⁴ É esse documento (“Texto Conjunto”) que teremos em conta daqui em diante.

3. Principais Alterações

Percorreremos de seguida os que me parecem ser os grupos de temas principais onde se farão sentir alterações mais significativas.

Deve ter-se presente que vários aspetos poderão ainda ser modificados até que o diploma seja finalmente aprovado e que haverá um conjunto muito alargado de matérias que será objeto de densificação através de legislação secundária. Isto para além do papel especial que será desempenhado pela ESMA, que deverá procurar assegurar coordenação e harmonização de interpretações e procedimentos entre as autoridades competentes.

Aqui se enquadrará naturalmente o nível de escrutínio que as autoridades deverão exercer na revisão e aprovação de prospetos (aspeto em que ainda encontramos abordagens muito díspares em vários Estados-Membros), sendo de notar que expressamente é sublinhado que não cabe à autoridade competente realizar uma *due diligence* da informação que consta dos prospetos.

Por outro lado, a ESMA passará a disponibilizar uma base de dados centralizada com todos os prospetos aprovados na UE, permitindo assim aos investidores europeus comparar alternativas de investimento muito variadas e diversificadas através de um único *website*.

3.1. Exceções

Neste ponto destacaria especialmente as que se seguem.

A Comissão propôs que uma oferta cuja contrapartida total fosse inferior a €500.000 (valor a aferir ao longo de 12 meses e ao nível de toda a UE) ficasse excecionada do regime das ofertas públicas. A premissa em que se baseia esta alteração é os custos de cumprimento do regime dos prospetos não compensarem a realização de ofertas públicas abaixo de determinado valor. No Texto Conjunto, este valor foi duplicado para €1.000.000 (a aferir nos mesmos termos).

A proposta da Comissão previa igualmente que os Estados-Membros pudessem isentar ofertas públicas da aprovação obrigatória de um prospeto quando as mesmas não superassem uma contrapartida total de €10.000.000 (valor a aferir ao longo de 12 meses) e desde que se tratasse de oferta puramente doméstica, a

⁴ Cfr. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_15574_2016_ADD_1&from=EN

correr unicamente em determinado Estado-Membro. O Texto Conjunto aponta para €8.000.000, nos mesmos termos. Seja qual for o valor final, tem por mérito certamente permitir aligeirar requisitos domesticamente (tendo presente também que é menos legítima a intervenção do Direito da UE em situações puramente nacionais do que transfronteiriças), embora naturalmente possa implicar desarmonização inraeuropeia e assim necessidade de confirmação *ad-hoc* pelos operadores de mercado.

Discutiu-se também muito a manutenção ou não da exceção (ao regime das ofertas públicas) ligada à denominação unitária de €100.000. A Comissão sugeriu a sua eliminação, embora mantendo a exceção da aquisição mínima de €100.000 por investidor (e também se manteria a exceção relativa à colocação em investidores qualificados). Esta via obrigaria, em qualquer caso, a um maior esforço de *due diligence* / maior proteção contratual na documentação de colocação/subscrição, para certificar o cumprimento de uma exceção ao regime das ofertas públicas, quando até agora bastaria atentar na denominação. O Texto Conjunto voltou a introduzir esta exceção, a opção mais equilibrada a meu ver.

Em sede de admissões à negociação, é de referir a isenção do regime à admissão de até (mas excl.) 20%/ano novos valores mobiliários da mesma categoria de outros já admitidos à negociação em mercado regulamentado (portanto, quaisquer valores mobiliários e não apenas ações), embora, na prática, e salvo situações especiais de ofertas particulares (ex. aumento de capital colocado num único investidor com especial conhecimento do emitente), será provável que pelo menos algum tipo de documento informativo acabe por ter de existir, como condição necessária à colocação efetiva dos valores.

É também de mencionar que a exceção, sem limite, que existe relativamente a valores mobiliários que se convertem em ações da mesma categoria de outras já admitidas à negociação passa a contar com um limite (para as novas ações, resultado da conversão) de (até, mas excl.) 20%/ano, prevendo-se, contudo, uma ressalva para valores mobiliários emitidos antes da entrada em vigor do novo regulamento. O Texto Conjunto introduz igualmente outras exceções, designadamente de escopo regulatório bancário (como seja para efeitos de conversão de instrumentos ditos AT1 (*Additional Tier 1*) em ações (que são CET1 – *Common Equity Tier 1*), ou em resultado de medidas de recapitalização interna (*bail-in*) no contexto de resolução).

3.2. Sumário

O Sumário terá 4 secções: Avisos (com formulações padronizadas); Informação sobre o Emitente; Informação sobre os Valores Mobiliários; e Informação

sobre a Oferta Pública / Admissão à Negociação. Quando de trate de instrumentos financeiros complexos, a terceira secção poderá ser substituída pelo Documento de Informação Fundamental para os Investidores (vulgo, KIID), para evitar duplicação à luz do Regulamento PRIPS, o que é uma boa solução.

Na proposta da Comissão, o sumário teria um máximo de 6 páginas A4 (o Texto Conjunto acrescentou uma, isto é, máximo de 7 páginas), com letra em “tamanho legível”. O que será em concreto legível e não legível certamente que dará azo a discussão (no seio dos reguladores / ESMA e no mercado), mas não será difícil de antever que essa discussão poderá entrar também pelos espaçamentos, margens da folha, mesmo o tipo de letra eventualmente. Mas a verdade é que pode simplesmente ser inviável encaixar (de forma razoavelmente equilibrada) em 6 (ou 7) páginas informação sobre tão díspares matérias e algumas podendo ser assaz complexas.

As mesmas considerações poderão ser replicadas a propósito do requisito de a linguagem ser, designadamente, não técnica ou sucinta. Em teoria, concordaremos todos na bondade destes requisitos, mas, na prática, poderão os mesmos colocar grandes dificuldades, justamente porque pode não ser simples ou viável mesmo sumariar sempre em linguagem simples assuntos que são complexos.

A Comissão propôs também que fossem selecionados um máximo de 5 fatores de risco sobre o emitente (e, se aplicável, outros 5 sobre o garante) e 5 fatores de risco sobre os valores mobiliários. Depois de uma proposta do Parlamento de aumentar para o dobro esse número, o Texto Conjunto acabou por fixar um limite máximo de 15 (embora, assim parece, com maior liberdade de alocação – ex. 10 fatores de risco sobre o emitente e 5 sobre os valores mobiliários).

Em qualquer caso, coloca um problema de seleção de fatores de risco: e se os fatores de risco mais importantes forem, de facto, em número superior? E se se acabarem por materializar outros fatores de risco? E o juízo sobre a materialidade de fatores de risco não acaba por depender de uma apreciação subjetiva? Qual o papel do regulador nessa seleção, nomeadamente se o emitente e autoridade de supervisão discordarem sobre a relevância de fatores de risco?

Outro aspeto sob discussão foi a proposta da Comissão Europeia de impor a necessidade de sumário a todo e qualquer prospeto, mesmo que a denominação unitária dos valores mobiliários seja de €100.000, deixando assim cair esta atual exceção existente para os prospetos de admissão à negociação. No entanto, o Texto Conjunto vem manter essa exceção, no caso de valores mobiliários representativos de dívida (e acrescenta uma exceção nova, para o caso de admissão à negociação em mercado regulamentado reservada a investidores qualificados, mesmo que com denominações unitárias mais baixas).

3.3. Fatores de Risco

No entender da Comissão Europeia, os fatores de risco que populam os prospectos são demasiado longos, feitos mais para desresponsabilizar o emitente do que para verdadeiramente informar os investidores. Ora, é verdade que servem também o primeiro efeito, mas são sempre informativos para os investidores e a boa prática é que incluam conclusões sobre como se pode materializar o risco nos investidores. Sem prejuízo, é de reconhecer que haverá aqui algum exercício a fazer de melhor calibragem entre uma coisa e outra, nomeadamente quando se atente em muitos prospectos com dezenas de páginas de fatores de risco.

Outra preocupação expressa pela Comissão passa por tais fatores de risco serem demasiado genéricos, devendo antes ser específicos, isto é, especificamente ligados ao emitente ou aos valores mobiliários. Ora, é verdade que a prática tem assistido à inclusão de vários fatores de risco templatizados e mais de ordem geral e nem sempre explicando devidamente como o risco se pode depois materializar em concreto a prejuízo do investidor. Contudo, deve reconhecer-se que certamente há fatores de risco que são mais gerais e outros que são mais particulares de cada emitente ou emissão de valores mobiliários, mas os investidores deverão estar alertados tanto para uns como para outros. Por exemplo, a crise da dívida soberana na zona euro, é um fator de risco geral, afetando inúmeros emitentes em geral, mas nem por isso é menos relevante, e o local mais apropriado para o incluir é naturalmente o capítulo dos fatores de risco num prospecto.

O tema porventura mais controverso atém-se com o teste de materialidade que os emitentes deverão passar a adotar. Esta aferição depende da ponderação de dois vetores: a gravidade da consequência, se o risco se materializar, e a probabilidade da respetiva materialização. Na proposta da Comissão, os fatores de risco deveriam ser categorizados, por ordem de materialidade, num máximo de três graus de materialidade, mas no Texto Conjunto, e bem (porque tal categorização terá sempre muito de subjetivo), uma categorização é opcional.

É de salientar que esta nova abordagem expõe o emitente a responsabilidade acrescida. Por um lado, o juízo de materialidade de um fator de risco acaba sempre por ser subjetivo e bem assim depois o juízo da ordenação numa de várias categorias de materialidade. Se se se materializa um risco pouco provável? E como quantificar a materialidade de certos riscos, como seja o risco reputacional? E se o emitente acaba por eliminar um risco do prospecto ou o aloca como menos material, por indicação da autoridade de supervisão, e ele acaba por se materializar? Já agora, qual a responsabilidade da autoridade de supervisão perante os juízos de materialidade, se efetivamente tiver intervenção na formação desse juízo por parte do emitente/oferente? E recorde-se também a imposição de uma seleção de um número máximo de fatores de risco para o sumário, já referida acima.

3.4. Documento Unificado de Registo

Retomando mas desenvolvendo a lógica inerente aos documentos de registo (que, a par da nota sobre os valores mobiliários, compõe o conteúdo de um prospecto), a Comissão propôs a instituição do chamado documento unificado de registo (*unified registration document*, siglado de URD). A ideia será permitir a emitentes que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral a possibilidade de consolidar *ex ante* num único documento toda a informação relevante do emitente, que poderá aí incorporar inclusivamente informação devida ao abrigo da Diretiva da Transparência. O emitente poderá promover um URD mesmo que não antecipe a iminência de uma oferta ou admissão à negociação (tal como hoje em dia já sucede, na prática, com os prospectos de base ou documentos de registo). O URD poderá depois ser incorporado por referência num prospecto.

Após três (no caso do Texto Conjunto, dois) anos seguidos em que o URD tenha sido aprovado pela autoridade de supervisão, no ano seguinte bastará a notificação do novo URD à autoridade de supervisão, que ficará sujeito a revisão *ex post* e eventual correção *a posteriori*, suscitando assim uma maior auto-responsabilização dos emitentes no processo. Salvo em caso de incorreção em informação material ou antes da realização de uma oferta pública ou admissão à negociação, apenas na próxima revisão voluntária do URD será necessário corrigir alguma incorreção detetada; em qualquer caso, quando não tenha sido aprovado e se pretenda realizar uma oferta pública ou admissão à negociação em mercado regulamentado que careça de prospecto, o URD e respetivos aditamentos ou correções que não tenham sido previamente aprovados, deverá ser objeto de aprovação pela autoridade competente (para além da nota sobre os valores mobiliários e do sumário, se aplicável).

O Texto Conjunto prevê também que a autoridade competente possa exigir, por sua iniciativa, ou o emitente possa disponibilizar voluntariamente, uma versão consolidada do URD (em Portugal tivemos já uma experiência parecida, em tempos idos, com os prospectos de base de admissão à negociação de obrigações hipotecárias).

Dependerá da existência prévia de um URD o acesso ao regime especial de aprovação de prospectos (*fast-track*), de que falaremos já de seguida.

3.5. Emitentes Frequentes

Perante a constatação de que aproximadamente 70% dos prospectos se referem a emitentes já com valores mobiliários admitidos à negociação, a Comissão propôs um regime especial para emitentes frequentes.

Estarão abrangidos pelo regime os emitentes de valores mobiliários da mesma classe de outros já admitidos à negociação em mercado regulamentado há pelo menos 18 meses, bem como os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado há pelo menos 18 meses relativamente a valores mobiliários representativos de dívida a emitir por si. Igualmente é previsto um regime a benefício dos oferentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado há pelo menos 18 meses. Como alternativa ao mercado regulamentado, estes requisitos estarão disponíveis tratando-se de um Mercado de PME em Crescimento (*SME Growth Market*), ou seja, de um sistema de negociação multilateral, que se encontre registado como tal e satisfaça os requisitos previstos no âmbito da DMIF 2.

Como referido acima, é condição para acesso a este regime a existência de um URD.

A consequência deste tipo de regime seria nomeadamente a possibilidade de acesso a um regime mais simplificado de prospeto e a redução para metade (dos gerais 10 dias úteis para 5 dias úteis) no prazo de aprovação de novos prospectos, embora se deva dar à autoridade competente um pré-aviso de 5 dias úteis antes da submissão do prospeto.

3.6. PMEs

A este respeito, o universo de PME abrangidas por um regime mais leve inclui, para além daquelas que satisfaçam dois dos três típicos critérios (i.e. menos de 250 trabalhadores em média anual, balanço não superior a €43.000.000 ou resultado líquido não superior a €50.000.000), também as empresas que sejam PMEs ao abrigo do art. 4º, nº 1 (13) da Diretiva 2014/65/UE de 15 de maio de 2014 (vulgo, “DMIF 2”).

A preocupação inerente ao regime proposto é de criar um enquadramento mais leve para os prospectos de PMEs, desde que não tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, pois de outra forma poderia passar a haver regimes distintos para emitentes nessas estruturas de negociação organizada, o que é de evitar. Existe assim um princípio de proporcionalidade à dimensão e percurso de vida das PMEs, suscitando-se mesmo a possibilidade de prospeto em formato Q&A, a ser densificado pela ESMA, e que supostamente permitirá aos emitentes construírem os seus prospectos sem recurso ou tanto recurso a terceiros profissionais. O Texto Conjunto manteve esta ideia, mas passando a utilizar o conceito de Prospeto de Crescimento (*Growth Prospectus*), na senda de uma proposta anterior do Parlamento Europeu (mais restrita, apenas dirigida a PMEs, para se prever um Prospeto de PME em Crescimento (*SME Gro-*

with Prospectus)). Tratar-se-á de um prospeto de formato estandardizado e proporcionado, muito dependente de legislação secundária. Tenho algumas dúvidas que, até por uma questão de *compliance* interno e externo (por exemplo, dos colocadores), esse recurso profissional possa ser totalmente eliminado.

A via dos emitentes frequentes encontra-se igualmente ao dispor de PMES que encontrem os seus valores mobiliários admitidos à negociação num Mercado de PME em Crescimento (*SME Growth Market*).

3.7. Denominação Unitária de €100.000

No entender da Comissão, a disseminação no mercado de denominações unitárias de €100.000 (*wholesale*) é uma causa para a falta de liquidez no mercado secundário, tendo igualmente contribuído para que os investidores de retalho deixassem de ter acesso ao investimento num universo alargado de instrumentos de dívida de emitentes com melhor notação de risco.

Em resultado dessa avaliação, propôs-se suprimir os alegados incentivos a emissões com estas maiores denominações unitárias, designadamente suprimindo tal denominação unitária como exceção ao regime das ofertas públicas e impondo a existência de um sumário em todos os prospectos (ambos os aspetos já referidos atrás) e unificando os termos da informação sobre o emitente no prospeto (o chamado documento de registo, quando hoje existem requisitos em parte mais exigentes para emissões com denominações inferiores, embora propondo ter como base o que é exigido atualmente para as emissões *wholesale* e ajustando apenas conforme estritamente necessário para o segmento de retalho).

Suscita bastantes dúvidas que um problema de mercado como é a iliquidez do secundário e falta de acesso a investimentos pelo retalho possa ser resolvido por via legislativa. Os emitentes podem bem, por sua iniciativa, querer manter o retalho afastado da sua base de investidores (até para garantir que os seus investidores têm mais conhecimentos e capacidade financeira e/ou como medida de gestão de risco de contencioso ou regulatório). E, nesse caso, acabam por ser, assim, impostos ónus acrescidos aos emitentes, que não deixam de emitir nestas denominações, e sem que sejam atingidos os desideratos legais.

Antecipava-se, por isso, que alguns destes aspetos pudessem vir a ser revertidos na legislação final. E, de facto, no Texto Conjunto, tanto se reintroduz a exceção de oferta pública onde a denominação unitária dos valores mobiliários seja de €100.000, como se dispensa o sumário nesses casos (quando haja lugar a admissão à negociação e seja necessário um prospeto para o efeito), como ainda parece ter-se revertido a ideia de um regime unitário em termos de conteúdo de prospeto entre denominações unitárias abaixo de pelo menos €100.000.

4. Breve Conclusão

O conjunto das alterações propostas pela Comissão (e considerando também o Texto Conjunto) parecem na generalidade ir no bom sentido e de acordo com as intenções e preocupações manifestadas pela Comissão.

Nomeadamente:

É importante (embora um lugar-comum) a ideia de procurar um maior equilíbrio ou proporcionalidade entre custos de um prospeto e seus benefícios, mas dependerá, naturalmente, em como na regulação final e na prática essa ideia será concretizada.

É útil para o mercado de capitais europeu esta renovada preocupação com a criação de regimes mais leves para as PME's, embora sendo de recordar que os fatores mais relevantes para uma ida ao mercado, nomeadamente de PME's, são certamente extra-jurídicos.

É claramente relevante procurar assegurar uma maior convergência regulatória e das práticas seguidas, bem como uma maior comparabilidade de prospectos e processos, mas teremos de ver também aqui como é que, a final, esta intenção se vai materializar.

No entanto:

São propostas medidas que podem não surtir o efeito desejado e revelar-se assim injustificadas, pelos custos que acarretam; a discussão sobre a denominação unitária de €100.000 é um bom exemplo, mas felizmente parece que, nessa matéria concreta, o rumo inicial será invertido.

É possível que não seja sempre atingido o equilíbrio mais razoável entre os vários interesses em presença, sendo aqui um bom exemplo as discussões acima referidas sobre o sumário e os fatores de risco. Uma sobreproteção dos interesses dos investidores, (super-)simplificando o conteúdo ou partes de um prospeto, a benefício da sua análise pelos investidores, poderá expor excessivamente o emittente ou oferente a riscos e responsabilidades. E poderá mesmo redundar em desincentivos de idas ao mercado (ou ao recurso a mercados extra-UE), contrariando os objetivos do Plano de Ação da Comissão.

Por fim:

Algumas partes importantes poderão ainda vir a sofrer alterações. Além disso, muitos aspetos dependerão de legislação secundária e das interpretações e posições da ESMA. Quando tivermos todo o quadro regulatório disponível, será possível aferir com maior acuidade os méritos ou deméritos desta iniciativa legislativa.

UM CÓDIGO UNIFICADO DE GOVERNO SOCIETÁRIO

ANTÓNIO GOMES MOTA¹

No final do anterior milénio a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) publicou as primeiras recomendações sobre governo societário, preenchendo uma manifesta falha do mercado de capitais nacional. Nos 15 anos seguintes, seguiram-se periódicas revisões de tais recomendações e, em simultâneo, a CMVM criou e densificou o relatório de governo societário que se foi crescentemente assumindo como peça importante da prestação anual de contas ao mercado por parte das sociedades cotadas.

Coube, assim, ao regulador concretizar a existência de um quadro recomendatório de governo societário em Portugal na ausência, ao contrário do que se havia verificado na generalidade dos países com mercados de capitais desenvolvidos, de uma formulação e desenvolvimento de quadro recomendatório de princípios de bom governo societário a partir de uma dinâmica de autorregulação.

Na década passada o Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) levou a cabo a primeira iniciativa de autorregulação em sede de governo societário em Portugal através de uma primeira tentativa de propor ao mercado um código de governo societário, que não colheu adesão junto dos emittentes, por razões já abundantemente escarpelizadas e fora do âmbito desta análise.

Já na presente década o IPCG retomou o objetivo de propor ao mercado um código de governo societário. Em 2013 foi apresentado um novo código, fruto de um intenso e dedicado trabalho de uma comissão que o IPCG reuniu para o efeito, composta por personalidades de elevada qualidade e reputação, jurídica e empresarial, em sede do tema de governo societário.

Em 2015, o então Presidente da CMVM, Carlos Tavares pronunciou-se publicamente a favor da existência de um único código de governo societário e oriundo

¹ Professor catedrático do ISCTE Business School; Presidente do Instituto Português de Corporate Governance.