

1. INTRODUÇÃO

Em 24 de Novembro de 2010, no âmbito da iniciativa “*Better Regulation*” e com o intuito de reduzir os encargos administrativos que impendem sobre as empresas, o Parlamento Europeu e o Conselho procederam a uma revisão da Directiva do Prospecto ⁽¹⁾, através da publicação da Directiva 2010/73/EU (a “**Directiva**”), que deveria ter sido transposta nos Estados Membros (“**EMs**”) até 1 de Julho de 2012.

Embora a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“**CMVM**”) tenha já iniciado e concluído um processo de consulta pública de um anteprojecto do diploma de transposição da Directiva que alterará um conjunto de disposições do Código dos Valores Mobiliários (“**Cód.VM**”), Portugal ainda não transpôs a Directiva. Por esse motivo, no dia 13 de Julho de 2012, a CMVM publicou um parecer genérico sobre a aplicação directa da Directiva após o dia 1 de Julho de 2012. Com efeito, na esteira da jurisprudência do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias sobre o efeito directo das directivas ⁽²⁾, os particulares podem prevalecer-se de disposições da Directiva que imponham aos EMs obrigações incondicionais e suficientemente precisas mesmo antes da transposição, desde que tenha já decorrido o respectivo prazo. Assim, nesse parecer genérico, a CMVM vem esclarecer quais as disposições da Directiva que, no seu entendimento, têm um efeito directo e podem desde já ser invocadas pelos particulares e empresas em Portugal.

Analisamos de seguida algumas das principais inovações deste diploma com relevância para as empresas que lancem ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (“**VMs**”), ou os admitam à negociação em mercado regulamentado, bem como para os intermediários financeiros (“**IFs**”) que prestem serviços de assistência e / ou colocação dessas ofertas públicas.

Relativamente a cada uma das inovações, faremos também referência às disposições que, no entender da CMVM, possuem aplicabilidade directa independentemente de transposição da Directiva.

⁽¹⁾ A Directiva 2003/71/CE, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e a Directiva 2004/109/CE, 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⁾ *Vide*, designadamente, a decisão no caso *Pubblico Ministero v Ratti* (Case 148/78) [1979] ECR 1629.



2. AUMENTO DO VALOR POR INVESTIDOR ISENTO DE PROSPECTO

De acordo com a redacção actual do Cód.VM, o regime das ofertas públicas, incluindo o dever de preparação e publicação de um prospecto, não se aplica a ofertas públicas de distribuição de VMs cujo valor nominal unitário ou cujo preço de subscrição ou de venda seja igual ou superior a EUR 50.000 ⁽³⁾.

O legislador comunitário entendeu que, às aquisições por investidores no âmbito de tais ofertas, a ultrapassagem do valor de EUR 50.000 nem sempre subjaz uma maior familiaridade do investidor com os mercados financeiros, decidindo aumentar para EUR 100.000 o valor mínimo para efeito da dispensa do dever de preparação e publicação de um prospecto. Tal aumento poderá criar dificuldades na colocação de VMs junto de certos clientes de IFs, tais como pessoas singulares ou PME's.

A CMVM entendeu que estas disposições têm aplicabilidade directa independentemente de transposição ⁽⁴⁾.

3. FLEXIBILIZAÇÃO DAS RESTANTES ISENÇÕES DE PROSPECTO

Algumas das restantes dispensas do dever de publicação de prospecto foram também tornadas mais flexíveis:

- Enquanto que, de acordo com a redacção actual do Cód.VM, se encontram isentas do regime das ofertas públicas quaisquer ofertas públicas de distribuição de VMs cujo valor total, calculado em função das ofertas realizadas ao longo de um ano, na União Europeia, seja inferior a EUR 2.500.000, esse valor foi elevado pela Directiva para EUR 5.000.000 ⁽⁵⁾;
- De igual modo, foi elevado para EUR 75.000.000 o anterior limite de EUR 50.000.000 para a dispensa do regime das oferta públicas, aplicável a ofertas públicas de distribuição de VMs não representativos de capital ⁽⁶⁾ emitidos de forma contínua ou repetida por instituições de crédito, calculado em função das ofertas realizadas ao longo de um período de 12 meses;
- A dispensa de publicação de prospecto passa a abranger as ofertas públicas dirigidas a menos de 150 pessoas por EM, em vez do limite actual de 100 pessoas ⁽⁷⁾;
- Nas ofertas públicas dirigidas a membros do conselho de administração ou a trabalhadores do emitente, deixa de ser obrigatório que este ou uma sua filial tenham VMs admitidos à negociação em mercado regulamentado, bastando que o emitente esteja sediado num EM (e, como sucedia antes, seja disponibilizado um documento com informações sobre o número e a natureza dos VMs e sobre as razões e características da oferta) ⁽⁸⁾;
- A isenção respeitante a ofertas públicas aquando de fusões passa também a abranger cisões ⁽⁹⁾.

⁽³⁾ Art. 111.º n.º 1 e) do Cód.VM.

⁽⁴⁾ Art. 3.º n.º 2 c) e d) da Directiva.

⁽⁵⁾ Art. 1.º n.º 2 h) e j) da Directiva.

⁽⁶⁾ Estes VMs não podem ser convertíveis, subordinados ou passíveis de troca, nem conferir um direito de subscrição ou aquisição de outros tipos de valores mobiliários, e não podem estar associados a um instrumento derivado.

⁽⁷⁾ Art. 3.º n.º 2 b) da Directiva.

⁽⁸⁾ Art. 4.º n.º 1 e) da Directiva.

⁽⁹⁾ Art. 4.º n.º 1 c) da Directiva.



Na opinião da CMVM, todas as disposições acima referidas, com excepção da relativa à isenção respeitante a ofertas públicas decorrentes de cisões, possuem aplicabilidade directa.

4. REVISÃO DO CONCEITO “INVESTIDOR QUALIFICADO”

Estes investidores, cujas qualificações e experiência no sector financeiro dispensavam a necessidade de consulta prévia de um prospecto, passam a ser elencados, na Directiva do Prospecto, mediante uma remissão para o conceito de “investidores profissionais” do Anexo II da Directiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros (“DMIF”). Esta medida permitirá uma harmonização conceptual e procedimental, facilitando a tarefa de classificação de clientes como “investidores profissionais” por parte dos IFs. Agora, a classificação como “investidor profissional” a pedido de um cliente é realizado mediante contacto com o próprio IF, que deverá confirmar esta qualificação ao emitente, sempre que este a solicitar. Por outro lado, os requisitos para aceder a essa categoria são sensivelmente menos exigentes do que os até agora aplicáveis para a categoria de “investidor qualificado”.

A CMVM pronunciou-se pela aplicabilidade directa desta disposição ⁽¹⁰⁾.

5. FLEXIBILIZAÇÃO DE OFERTAS EM MERCADO SECUNDÁRIO

É frequente, em algumas emissões de VMs, que os IFs subscritores em mercado primário os vendam sucessivamente a investidores e / ou outros IFs, e assim sucessivamente. A Directiva do Prospecto não era clara sobre a viabilidade de o prospecto aprovado em mercado primário, referente aos mesmos VMs, ser utilizado nestas ofertas “em cascata”.

A Directiva ⁽¹¹⁾ vem agora dar resposta afirmativa a esta questão, exigindo, no entanto, que o emitente tenha dado o seu consentimento por escrito, bem como que o prospecto inicial ainda se encontre dentro do período de validade (que se mantém em 12 meses).

Esta regra confere uma maior segurança e eficiência ao funcionamento do mercado secundário de VMs, bastando agora aos IFs assegurar que o consentimento escrito do emitente é obtido (antecipando-se que tal consentimento possa inclusive constar do próprio texto do prospecto inicial, de acordo com o art. 109.º - A do Anteprojecto de transposição e com uma proposta de acto delegado da Comissão) ⁽¹²⁾.

6. SUMÁRIO DO PROSPECTO

Sempre que a publicação do prospecto seja obrigatória, a redacção do respectivo sumário passa a estar sujeita a novos requisitos de conteúdo: deverão constar nesse sumário as “informações fundamentais” sobre o emitente, os VMs e a

⁽¹⁰⁾ Art. 2.º n.º 1 e) da Directiva.

⁽¹¹⁾ Art. 3.º n.º 2.

⁽¹²⁾ Proposta de Regulamento Delegado da Comissão que altera o Regulamento (CE) n.º 809/2004 no que respeita à informação sobre a autorização de uso do prospecto, à informação sobre os índices subjacentes e ao requisito de apresentação de um relatório elaborado por contabilistas ou revisores de contas independentes, Bruxelas, 4.6.2012, C(2012) 3505 final.



oferta, conceito que passa a estar definido na Directiva do Prospecto e detalhado no Regulamento Delegado (UE) n.º 486/2012 da Comissão de 30 de Março de 2012 (“**Regulamento Delegado**”) ⁽¹³⁾.

Por outro lado, o sumário passa a ser apresentado em modelo padronizado, de maneira a “permitir uma comparação dos sumários de produtos semelhantes”.

Nesta revisão, manteve-se ainda em vigor a proibição de inclusão no sumário de menções enganosas, inexactas ou incoerentes, independentemente da natureza das informações prestadas.

De acordo com o parecer genérico da CMVM, as disposições da Directiva relativas ao sumário do prospecto ⁽¹⁴⁾ têm aplicabilidade directa.

7. CONTEÚDO DO PROSPECTO

Quanto à informação que deverá constar do prospecto, continua a competir à Comissão, através de actos delegados, definir os conteúdos dos vários modelos, consoante o tipo de oferta, VMs e emitente. Actualmente, esta matéria encontra-se prevista no Regulamento Delegado.

O legislador comunitário procurou, neste âmbito, permitir uma flexibilização de conteúdos, prevendo que estes poderão ser simplificados não só para as PME, como sucedia na redacção original da Directiva do Prospecto, como também para as sociedades com capitalização bolsista reduzida.

Encontram-se igualmente previstas na Directiva e no Regulamento Delegado disposições atinentes à simplificação do conteúdo do prospecto a elaborar por instituições de crédito emitentes de VMs representativos de dívida de valor total anual inferior a EUR 75.000.000 ⁽¹⁵⁾ e ainda do conteúdo do prospecto relativo a ofertas de acções da mesma categoria de outras já admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral ⁽¹⁶⁾, caso se verifiquem certos pressupostos.

De acordo com a posição da CMVM, as disposições da Directiva relativas ao conteúdo do prospecto ⁽¹⁷⁾ têm aplicabilidade directa, sendo que as disposições do Regulamento Delegado são, por natureza, directamente aplicáveis.

⁽¹³⁾ Que altera o Regulamento (CE) n.º 809/2004 no que respeita ao formato e ao conteúdo do prospecto, do prospecto de base, do sumário e das condições definitivas, bem como aos requisitos de divulgação. Publicado no Jornal Oficial da União Europeia. - L 150 (9 Junho 2012), p. 1-65.

⁽¹⁴⁾ Art. 5.º n.º 2 e 3 da Directiva.

⁽¹⁵⁾ Embora dispensados de publicação de prospecto, estes emitentes podem optar por publicá-lo, de modo a beneficiar das regras em matéria de passaporte do prospecto.

⁽¹⁶⁾ Art. 7.º n.º 2 g) da Directiva.

⁽¹⁷⁾ Art. 7.º n.º 2 e) da Directiva.



8. DISPENSA DE INCLUSÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE O GARANTE

No caso de VMs garantidos por um EM, o oferente ou pessoa que solicite a admissão desses VMs à negociação em mercado regulamentado pode, nos termos do art. 8.º n.º 3-A da Directiva, omitir informações sobre o garante. Esta disposição é, no entender da CMVM, directamente aplicável.

9. ADENDAS AO PROSPECTO

Ficou agora clarificado até quando é que pode ser publicada uma adenda ao prospecto ⁽¹⁸⁾. Esta possibilidade deixa de existir no momento do encerramento final do período da oferta ou, se for caso disso, do início da negociação dos VMs em causa num mercado regulamentado, consoante o que ocorrer em último lugar.

Por outro lado, o prazo de revogação da subscrição dos VMs por parte dos investidores passa a ser obrigatoriamente de 2 dias úteis a contar da publicação da adenda, sem que os EMs possam prever prazos superiores na transposição da Directiva do Prospecto. Porém, os emitentes ou oferentes podem consignar prazos mais alargados de revogação, desde que os mesmos se encontrem expressamente contemplados na adenda.

Nada se refere no parecer genérico da CMVM sobre a aplicabilidade directa destas disposições da Directiva.

10. OFERTAS PÚBLICAS NOUTROS EMS

De acordo com a Directiva do Prospecto, uma vez aprovado pela autoridade competente (em Portugal, a CMVM), o prospecto pode ser utilizado para ofertas públicas ou admissões a mercado regulamentado noutros EMS, devendo para esse efeito tal autoridade, por solicitação do emitente, remeter um certificado de aprovação do prospecto à autoridade competente do EM de acolhimento.

Este procedimento foi agora aperfeiçoado, passando a exigir-se que o EM de origem notifique o emitente ou o responsável pelo prospecto, logo que remeta o certificado - acompanhado de cópia do prospecto (e, em certos casos, de tradução) - para a autoridade competente do EM de acolhimento. Desse modo, o emitente / oferente poderá imediatamente saber quando é que pode avançar com a oferta pública no outro EM, baseado nesse prospecto ⁽¹⁹⁾.

Tal como em relação ao tema das adendas ao prospecto, a CMVM também não se pronunciou sobre a aplicabilidade directa destas disposições da Directiva.

⁽¹⁸⁾ Art. 16.º da Directiva.

⁽¹⁹⁾ Art. 18.º n.º 1 e 19.º n.º 4 da Directiva.



11. CONCLUSÕES

O sentido geral das normas decorrentes da revisão da Directiva foi o de flexibilizar os seus requisitos, quer ao nível da isenção do prospecto, quer dos respectivos conteúdos, o que poderá permitir uma redução de custos e melhoria de procedimentos dos emitentes, oferentes e IFs. Parecem sair beneficiados, neste âmbito, os emitentes e oferentes que sejam PME e empresas de capitalização bolsista reduzida.

No entanto, uma excepção importante é a do aumento de EUR 100.000 no valor nominal / da contrapartida por investidor para permitir a isenção do prospecto. Esta alteração criará dificuldades na colocação de VMs junto de clientes com menor capacidade financeira. A este respeito, importa sublinhar que a defesa da aplicação imediata de disposições da Directiva que dificultam o afastamento do regime das oferta públicas (como seja o caso do aumento do actual limite de EUR 50.000 para EUR 100.000) constitui uma situação curiosa de efeito directo vertical “invertido”, em que são os sujeitos de direito privado, e não as entidades públicas, a suportar desde já consequências desfavoráveis da Directiva (ainda não transposta). Trata-se de um entendimento que, a nosso ver, não se conforma com a construção jurisprudencial do efeito directo vertical, geneticamente destinada a facultar aos particulares um mecanismo que permite a invocação contra o Estado e outras entidades públicas de disposições de directivas não transpostas atempadamente.

Por outro lado, ainda a propósito do âmbito do efeito directo da Directiva, cumpre ainda referir que o entendimento da CMVM não encerra a discussão em torno da aplicabilidade directa das normas da Directiva e que, portanto, não se pode excluir que outras disposições da Directiva não mencionadas nesse entendimento possam gozar de aplicabilidade directa antes da entrada em vigor do diploma de transposição.

De qualquer modo, a alteração das regras sobre conteúdo do prospecto e respectivo sumário, desenvolvidas através de actos delegados da Comissão ⁽²⁰⁾, levará a uma necessidade de revisão, por parte de emitentes, oferentes e IFs, dos procedimentos e das minutas de documentação utilizada nestas transacções, para que estes passem a cumprir os novos requisitos.

Lisboa, 8 de Agosto de 2012

⁽²⁰⁾ Designadamente, o Regulamento Delegado e a já citada Proposta de Regulamento Delegado da Comissão que altera o Regulamento (CE) n.º 809/2004.