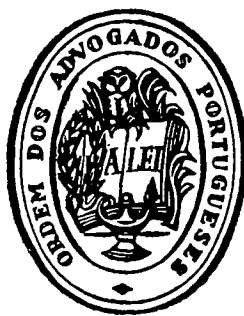


JOSÉ JOÃO DE AVILLES OGANDO

OS DEVERES
DE INFORMAÇÃO PERMANENTE
NO MERCADO DE CAPITAIS



Separata da Revista da Ordem dos Advogados
Ano 64, I/II — Lisboa, Novembro 2004

OS DEVERES DE INFORMAÇÃO PERMANENTE NO MERCADO DE CAPITAIS^(*)

José João de Avillez Ogando^(**)

I. INTRODUÇÃO; 1. Objecto; 2. Autonomia dos deveres informativos do Direito dos Valores Mobiliários face ao Direito Societário; 3. Plano de exposição; II. A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS; 4. A confiança no mercado de valores mobiliários; 5. Os riscos do mercado; 6. A eficiência do mercado e a formação de preços; III. ASPECTOS SUBJACENTES AOS DEVERES DE INFORMAR; 7. A ambivalência dos sujeitos perante a informação; 8. O princípio da *full disclosure*; 9. A teleologia dos deveres de informação; IV. ENQUADRAMENTO DOS DEVERES DE INFORMAR; 10. A qualidade da informação; 11. O cumprimento dos deveres de informar; V. OS DEVERES DE INFORMAÇÃO RELATIVOS A ENTIDADES EMITENTES; 12. Razão de ordem; 13. As sociedades abertas; A) Os deveres de comunicação de participações qualificadas; B) Os acordos parassociais; 14. Os deveres de informação permanente relativos a entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado; A) Os deveres de prestar informação periódica; B) O dever de divulgação sobre aspectos relacionados com o governo das sociedades cotadas; C) O dever contínuo de prestar informação relevante; VI. OUTROS SUJEITOS PASSIVOS DO DEVER DE INFORMAR; 15. A informação a prestar por intermediários financeiros; 16. A informação a prestar pelas entidades gestoras de mercados regulamentados; 17. O papel da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários; VII. CONSIDERAÇÕES FINAIS.

I. INTRODUÇÃO

1. Objecto

A informação é o grande pano de fundo em que se movem os agentes que actuam no mercado de capitais, e constitui o pressuposto fundamental que condiciona a própria capacidade de subsistência do mercado. Trata-se de um tema que atravessa transversalmente o Direito dos Valores Mobiliários, encontrando-se amplamente difundido e tratado, tanto no Código dos Valores Mobiliários

^(*) O presente texto corresponde, com algumas modificações e aditamentos, a um trabalho realizado para o IV curso de Pós Graduação em Direito dos Valores Mobiliários, na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, organizado pelo Instituto dos Valores Mobiliários, em 2000.

^(**) O autor é Advogado na Sociedade de Advogados Seabra, Gonçalves Ferreira, Cunha e Associados.

(CVM)¹, como nos regulamentos e orientações emitidos pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), onde é acolhido com uma regulação exaustiva nos seus mais variados aspectos, tanto no que diz respeito à quantidade, como à qualidade da informação a disponibilizar e que se destina à entidade de supervisão, às entidades emittentes, aos investidores e ao público em geral, desaguando numa ideia de transparência dos mercados financeiros.

Os deveres de informação sobre os quais nos debruçamos neste estudo são sujeições impostas por lei no sentido da divulgação de situações de facto em ordem à formação de negócios no mercado. Estes deveres formam uma rede montada para assegurar que a revelação de todo e qualquer facto que possa ser considerado susceptível para afectar a avaliação que os investidores fazem dos activos negociáveis em mercado, seja feita em tempo oportuno e em condições de igualdade e segurança.

No entanto, com a expressão *informação permanente* pretendemos exprimir um conjunto específico de deveres em contraposição com aqueles que compõem a *informação ocasional* a que os sujeitos que operam no mercado de capitais podem em certas condições ficar obrigados, por força da verificação de determinados eventos ou circunstâncias típicas mas de verificação incerta, como sucede nos casos de lançamento de oferta pública². Assim, com a expressão *informação permanente* queremos designar o conjunto interdependente de deveres usualmente designados de *ongoing disclosure*³, de *prestação de informação corrente no mercado secundário, por via dos quais se pretende assegurar uma permanente disponibilidade e actualização da informação*.

Por sua vez, dentro dos deveres de informação permanente, é possível subdistinguir entre deveres de prestar informação *periódica*, e deveres que visam assegurar uma informação *contínua*, consoante se trate de obrigações de divulgar

¹ Aprovado pelo Decreto Lei nº. 486/99 de 13 de Novembro e adiante abreviadamente designado por CVM. As disposições legais a que se faz referência sem indicação expressa do diploma em que se inserem, devem ter-se por reportadas ao Código dos Valores Mobiliários.

² Cfr., artigos 123º e segs. do CVM.

³ Veja-se INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (OICV - IOSCO), “*Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*”, Outubro de 2002, p. 3. O termo *ongoing disclosure* é usado para referir o apontado conjunto de deveres de informação — informação a prestar segundo um princípio geral de relevância implícita ou explícita e aquela que deve ser divulgada em determinadas datas ou intervalos de tempo — em contraposição com a informação a prestar por ocasião da realização de ofertas públicas de distribuição ou de aquisição.

regularmente determinada informação em momentos pré determinados, ou de manter o mercado permanentemente actualizado face a factos que entretanto ocorram, através da sua divulgação tempestiva. É esta última classe de deveres que assegura a contínua actualização da informação disponível no mercado, através da divulgação de factos segundo um critério geral de relevância, implícita ou explícita. Temos assim, como exemplos tradicionalmente apontados quanto aos deveres de informação periódica, a obrigatoriedade de publicação de peças de informação financeira anual, semestral ou trimestral por parte das entidades emittentes, e quanto aos deveres de informação *contínua*, os deveres que impõem a realização de comunicações e publicações obrigatórias relativos à aquisição ou alienação de participações qualificadas em sociedade aberta ou a factos relevantes.

Neste contexto, escapam designadamente ao âmbito deste estudo, os deveres de informar relacionados com a solicitação de procuração para representação em assembleia geral de sociedade aberta⁴, os deveres de informar a que determinados sujeitos estão obrigados em função de relações de supervisão institucional⁵, a informação a prestar aquando da admissão de valores mobiliários à negociação em bolsa⁶ ou do lançamento de ofertas públicas⁷.

O presente texto pretende fornecer uma visão de sistema sobre a rede dos deveres de informar habitualmente incidentes sobre os sujeitos que operam no mercado de capitais, seja através da técnica da sua comunicação a sujeitos determinados, seja através da estatuição de obrigações de emitir comunicados ao público em geral. No entanto, e atendendo a que a instituição de deveres de informação permanente sobre os diversos agentes é susceptível de produzir externalidades que cumpre minimizar, tentaremos detectar as zonas onde os referidos deveres nos pareçam insuficientes ou excessivos, sem deixar de levantar outras questões, sempre que a sua pertinência e o objecto deste estudo o permitirem.

⁴ Cfr. artigo 23º do CVM.

⁵ Cfr. artigos 358º e segs do CVM.

⁶ Cfr. artigos 236º e segs do CVM.

⁷ Cfr. artigo 123º do CVM.

2. Autonomia dos deveres informativos do Direito dos Valores Mobiliários face ao Direito Societário⁸

O Direito dos Valores Mobiliários assenta simultaneamente em duas grandes ordens de princípios que concorrem em pé de igualdade para a sua densificação: princípios de carácter público, que determinam a transparência dos mercados baseando-se na concepção da responsabilidade das sociedades perante a colectividade em geral e na necessidade de assegurar a subsistência dos mercados, e princípios de carácter privado, característicos do Direito Comercial, exigidos pela necessidade de conjugar a informalidade com a segurança na realização das transacções comerciais, resultando em regras de protecção dos investidores que assumem um pendor claramente privatístico⁹.

No entanto, apesar de a implementação de soluções de transparência ter de algum modo sido antecipada pelo Direito Societário, a verdade é que os interesses tutelados pelas normas instituidoras de deveres de informação constantes do Código das Sociedades Comerciais emergem de uma constelação de valores próprios que tem no seu centro a protecção do sócio minoritário. Ora tal constatação procede, no que diz respeito à informação exigida no âmbito do direito societário, da existência de uma clivagem que ao longo dos tempos se foi fazendo sentir entre a titularidade e o controlo das sociedades comerciais. Este fenómeno foi-se verificando gradualmente, à medida em que o capital das sociedades se dispersava pelo público investidor, facto que levou à crescente necessidade de protecção dos sócios minoritários.

Pode portanto dizer-se que pelo menos na sua origem, os interesses tutelados através da instituição de deveres de informação em matéria de Direito das Sociedades Comerciais, são interesses *internos* à própria sociedade, conferidos com carácter de exclusividade aos seus sócios e que, por isso, acabaram por divergir daqueles que se encontram consagrados no CVM, que têm

⁸ Sobre o direito à informação nas sociedades comerciais, veja-se CARLOS PINHEIRO TORRES, “*O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais*”, Almedina, 1998.

⁹ Desde logo, enquanto o Direito dos Valores Mobiliários se estrutura em torno da posição do investidor e por conseguinte, ao nível das relações externas do titular de valores mobiliários, o Direito Societário estrutura-se em torno da posição do sócio logo ao nível das relações internas que mantém no âmbito da sociedade, seja qual for o tipo social em causa.

por destinatários a generalidade dos sujeitos económicos. Assim, enquanto conjunto de normas estruturadoras de um conjunto de posições internas dos sócios na sociedade, o Código das Sociedades Comerciais apresenta um conjunto de deveres informativos que, particularmente no que diz respeito às sociedades anónimas, nasce da tutela específica atribuída pelo direito à posição dos accionistas minoritários. Deste modo compreende-se que, atento o carácter instrumental da informação exigida ao nível societário, esta se encerre dentro dos limites da própria sociedade, visando exclusivamente criar as condições para que os sócios possam esclarecidamente exercer os seus direitos¹⁰.

De forma substancialmente diversa, em atenção aos citados fenómenos de crescente pulverização na distribuição do capital das sociedades abertas e ainda do maior grau de circulabilidade dos valores mobiliários por elas emitidos, encontramos hoje no Direito dos Valores Mobiliários um conjunto de deveres informativos que se projectam para o exterior da própria sociedade e que visam inversamente, a tutela de posições individuais de sujeitos abstractamente considerados como os actuais e potenciais adquirentes de valores mobiliários. De facto, não será demasiado reconhecer que isto decorre da natureza causal dos valores mobiliários disponíveis no mercado e, conseqüentemente, da existência de um variadíssimo leque de factores, que apesar de aparentemente inócuos para o investidor médio, são susceptíveis de exercer uma influência sobre os preços, como sejam a idoneidade do titular do órgão de gestão da entidade emitente, o parceiro estratégico escolhido, os acordos de cooperação entre si celebrados, a ocorrência dentro do seu ramo de actividade de uma determinada inovação tecnológica, etc..

Os deveres de informação em massa são, como se referiu, movidos pelo princípio da transparência que se projecta para a colectividade, e que apesar de por vezes apresentar uma difícil compatibilidade em relação a valores próprios do direito privado — que implicam uma atribuição de poderes relacionados com a protecção da propriedade privada e com a capacidade de auto-regulamentação dos sujeitos económicos — são uma consequência directa do surgimento de uma nova

¹⁰ Como acontece nos casos em que o sócio se dirige à sociedade para, ao abrigo dos artigos 289º, 291º e 288º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), respectivamente, consultar elementos preparatórios da assembleia geral, para solicitar informações por escrito, ou para consultar elementos sobre a sua gestão. Neste sentido, veja-se EDUARDO PAZ FERREIRA, “*A Informação no Mercado de Valores Mobiliários*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, Vol. III, 2001, p. 139.

instituição, que é o próprio mercado¹¹. Daí que o princípio da transparência, enquanto meio instrumental destinado a tutelar a eficiência e a equidade do mercado, deve apenas ser restringido no que for estritamente necessário para a defesa dos interesses que tem em vista assegurar. Exemplo disto é a pontual imposição que encontramos no Código dos Valores Mobiliários de deveres de sigilo a determinados agentes¹².

3. Plano de exposição

O campo de análise no que se refere aos deveres de informação no Direito dos Valores Mobiliários é vasto e apela a uma abordagem multidisciplinar. No entanto, pretende-se aqui detectar os fundamentos económicos e jurídicos do sistema de deveres de informação e ainda, como atrás se fez referência, desvendar a estrutura permanente de *focos de luz* em que assenta o princípio da transparência do mercado de capitais¹³.

Deste modo, a abordagem proposta passa, em primeiro lugar, por uma análise ao papel que a informação desempenha na construção de um mercado de capitais eficiente, designadamente ao nível do incremento da confiança dos investidores, da transparência na formação de preços e da igualdade na distribuição dos riscos que o investimento inevitavelmente implica.

¹¹ EDUARDO PAZ FERREIRA, “A informação...”, in Direito dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, Vol. III, p. 140.

¹² Desta constatação é exemplo a disposição contida no artigo 174º do CVM que se justifica ainda pelo princípio da igualdade no acesso à informação, nos termos da qual devem guardar segredo sobre a preparação da oferta pública de aquisição, o oferente, a sociedade visada, os seus accionistas e titulares de órgãos sociais, juntamente com todos os sujeitos que lhes prestem serviços a título permanente ou ocasional, até ao momento da publicação do anúncio preliminar. Outro exemplo é o disposto no artigo 354º do CVM, onde se estabelece que os órgãos da CMVM, os seus titulares, trabalhadores, e as pessoas que lhe prestem quaisquer serviços a título permanente ou ocasional, *ficam sujeitos ao dever de guardar segredo profissional sobre os factos e os elementos cujo conhecimento lhes advenha do exercício das suas funções*, mesmo após a cessação das actividades ou das funções que lhe deram origem, salvo tratando-se de factos ou elementos cuja divulgação pela CMVM seja imposta ou permitida por lei.

¹³ Cabe no entanto fazer aqui uma breve referência a outros aspectos que ficam por explorar nestas páginas, como é o caso do regime da responsabilidade civil por incumprimento de deveres de informação. Sobre o tema, embora no domínio do direito civil, veja-se JORGE FERREIRA SINDE MONTEIRO, “Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações”, Almedina, 1989, e no domínio do Direito dos Valores Mobiliários, CARLOS COSTA PINA, “Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários”, Coimbra Editora, 1999.

Em segundo lugar, serão brevemente abordados determinados aspectos subjacentes aos deveres de informar, como sejam as questões da ambivalência dos sujeitos perante a informação, da perenidade da questão da transparência no mercado de capitais e da teleologia dos deveres de informação.

Na terceira parte será feito um breve enquadramento dos deveres de informar, da questão dos padrões de qualidade da informação exigíveis em atenção aos interesses que se visa proteger e dos meios e procedimentos a adoptar no seu cumprimento. Finalmente, será analisada a disciplina jurídica dos deveres informativos a que estão obrigados determinados sujeitos que operam no mercado, sem deixar de fazer uma referência ao importantíssimo papel de controlo da informação assumido pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários.

II. A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

4. A confiança no mercado de valores mobiliários

O mercado de valores mobiliários constitui um espaço privilegiado de encontro entre a oferta e a procura de valores mobiliários mas, mais precisamente, entre a poupança e a procura de fontes de investimento empresarial. Deste modo, desempenha uma importante função económica na medida em que através deste encontro fazem-se comunicar os interesses de aforro particular com as necessidades de captação de recursos, canalizando-se a riqueza produzida e não consumida em aplicações empresariais de uma forma rápida e directa. Ao absorver o contínuo investimento da poupança a favor de actividades produtivas através da sua transformação em capital investido, o mercado de valores mobiliários contribui decisivamente para o desenvolvimento e a dinamização da economia, enquanto permite aos investidores a legítima expectativa da rentabilização das suas aplicações.

É a partir deste efeito aglutinador de diferentes necessidades sentidas pelos agentes económicos que surge um fenómeno a que se tem designado de

*desintermediação financeira*¹⁴, e que consiste na possibilidade que estes agentes passam a dispor de procederem à captação directa de capital junto do público investidor, em alternativa ao tradicional recurso a aplicações em produtos bancários. Assim, enquanto ponto privilegiado de encontro entre a poupança gerada pelos investidores e a procura de fontes de financiamento às empresas e ao próprio Estado, o mercado de valores mobiliários constitui uma importante peça da economia nacional em geral e do sistema financeiro em especial desempenhando uma inegável função de interesse colectivo.

Estas propriedades do mercado têm como pressuposto essencial, por um lado, a confiança do público investidor na veracidade, objectividade e rigor da informação que nele é disponibilizada, mediante o reconhecimento de determinadas qualidades de segurança e rentabilidade susceptíveis de compensar os riscos inerentes aos investimentos propostos, e por outro, a noção de que o mercado dispõe de mecanismos de tutela que lhes permitam atenuar ou mesmo suprimir os efeitos negativos de determinados riscos típicos a que estão sujeitos os investidores que nele actuam.

5. Os riscos do mercado

Ora, os *riscos típicos* a que nos referimos decorrem da existência de relações assentes em informação assimétrica propícios ao surgimento de bolsas de informação exclusiva de certos agentes, como sejam¹⁵: (i) o *risco de oportunidade*, consubstanciado no risco de a decisão de investimento a adoptar não se apresentar como a mais conveniente ou oportuna; (ii) o *risco de rendimento*, isto é, o risco da não conservação do capital investido ou da falta do rendimento esperado; (iii) o *risco de administração* que correm nomeadamente os pequenos investidores, de o governo das entidades emitentes dos valores mobiliários de que são titulares, não ser entregue a pessoas suficientemente idóneas, competentes e respeitadoras das leis do mercado; e (iv) o *risco de liquidez*, que é o risco de a decisão de desinvestimento a tomar não proporcionar a

¹⁴ Cfr. PAULO CÂMARA, “*Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, p. 202 e 203.

¹⁵ Neste sentido, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “*A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, p. 336.

liquidez esperada. A estes riscos acrescenta ainda SOUSA FRANCO¹⁶ o *risco sistémico* do mercado que redundará no afastamento dos investidores, fazendo com que as crises inicialmente localizadas se propaguem a outras entidades ou a outros mercados, num verdadeiro “efeito dominó”.

Todos estes perigos apresentam-se perante o público em geral como elementos dissuasores à sua participação no mercado, inserindo-se num risco ainda mais abrangente que pesa sobre a generalidade dos investidores, que é o chamado *risco de informação*, e que se prende com a possibilidade de identificação e de valoração dos factores de risco atrás assinalados. É que ao invés de um normal processo de negociação bilateral, em que o dever de informar que vincula as partes constitui uma decorrência do princípio da boa fé na formação dos contratos¹⁷, as relações no processo de negociação padronizada que o mercado de valores mobiliários oferece, determinam o agravamento substancial do risco da informação. Isto sucede com as dificuldades que se sentem no mercado, não apenas ao nível da acessibilidade *subjectiva* da informação, que é aquela que se prende fundamentalmente com os desníveis de ciência e de experiência existentes entre os sujeitos envolvidos, mas talvez e de forma talvez mais intensa ao nível da acessibilidade *objectiva* à informação, ou seja, no que se refere às desigualdades que decorrem da circunstância de determinados factos com relevância para a formação dos preços ocorrerem apenas no âmbito da esfera de acção de certos agentes¹⁸.

Como é natural, a posição dos aforradores é a de apenas realizar investimentos caso os problemas de desigualdade informativa que os colocam em desvantagem sejam reduzidos para um nível satisfatório ou sejam, em alternativa, contrabalançados por uma adequada remuneração face ao risco assumido, o que nem sempre é possível assegurar por parte das entidades emitentes¹⁹. Como é

¹⁶ Cfr. “*Actas do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários*” de 8 de Setembro de 1997 e 22 de Janeiro de 1998, edição do Ministério das Finanças e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 1998, p. 9.

¹⁷ Veja-se ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “*Da Boa Fé no Direito Civil*”, 1984, Vol. I, p. 605, “*Direito das Obrigações*”, 1º Vol, 1988, p. 149, RUI DE ALARCÃO “*Direito das Obrigações*”, 1983, p. 66 e 67, e JOÃO ANTUNES VARELA, “*Das Obrigações Em Geral*”, 1995, Vol. II, p. 10 e segs..

¹⁸ MANUEL BOTELHO DA SILVA, “*Dos critérios de aferição de insuficiência de informação numa oferta pública de valores mobiliários fundadora de responsabilidade civil pelo prospecto*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 3, 1998, p. 178.

¹⁹ Veja-se THEODOR BAUMS, “*Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany*”, European Corporate Governance Institute, 2002, p. 3.

óbvio, sendo susceptíveis de alterar o curso normal da oferta e da procura, estas assimetrias trazem consigo efeitos altamente perniciosos ao desenvolvimento do mercado, pois ao suscitarem dúvidas no espírito dos investidores quanto à evolução das cotações ou quanto à percepção de que existem sujeitos detentores de melhor informação que os coloquem numa posição de vantagem na análise dessa mesma evolução, criam as condições para o seu progressivo afastamento do mercado.

Nestes termos, o desenvolvimento e expansão do mercado passa pelo incremento da sua eficiência e receptividade junto dos investidores através da redução do risco de informação, o que apenas se obtém pelo incremento da percepção de que o investimento em valores mobiliários pode realizar-se racionalmente, com base no conhecimento da situação das entidades emitentes e das suas perspectivas futuras.

6. A eficiência do mercado e a formação de preços

O mercado de valores mobiliários é um mercado vive da sua capacidade de ser transparente, encontrando-se amplamente demonstrada a enorme sensibilidade e reactividade dos preços dos activos nele negociados²⁰ à informação divulgada. Nesta medida, a confiança coloca-se com a maior acuidade, pressupondo desde logo a capacidade de o mercado operar de forma transparente e neutral, permitindo uma distribuição igualitária dos riscos de informação que lhe são inerentes. É aqui que o legislador é chamado a intervir no sentido de criar as condições para que as decisões de investimento sejam tomadas por vontades livres e esclarecidas, e de ao mesmo tempo proteger o mercado contra a formação de assimetrias informativas, impondo revelações tempestivas e reprimindo comportamentos que se materializam na ocultação ou na utilização indevida da informação.

²⁰ FREDERICO LACERDA DA COSTA PINTO, “*O direito de informar e os crimes de mercado*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 2, 1998, p. 98. Sobre a as reacções do mercado à divulgação de informações sobre os activos neles negociados, veja-se MAFALDA GOUVEIA MARQUES e MÁRIO FREIRE, “*A informação no mercado de capitais*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 3, 1998, p. 113 e segs., e PEDRO WILTON, “*Impacto da Divulgação de Resultados na Negociação em Mercado de Bolsa*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 15, 2002, p. 51 e segs.

Em termos económicos, o mercado eficiente foi definido como o mercado em que a diferença entre o preço efectivo de cada valor mobiliário e o preço esperado pelos investidores perante toda informação disponível, é igual a zero²¹. Para uma melhor compreensão dos efeitos da informação sobre os preços num mercado eficiente, generalizou-se uma classificação introduzida por HARRY ROBERTS²², que corresponde a três níveis de incorporação da informação nos preços.

No primeiro nível, correspondente a uma forma *fraca* de eficiência do mercado, os preços dos valores mobiliários apenas reflectem em cada momento toda a informação contida nos preços anteriores. Aqui, a informação disponível sobre cada valor mobiliário seria apenas aquela que resultasse do percurso evolutivo das suas cotações.

Numa acepção *semi-forte* da eficiência dos mercados, os preços reflectem não apenas o seu próprio percurso evolutivo, como também toda a restante

²¹ Neste sentido, veja-se EUGENE FAMA, “*Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*”, in *Journal of Finance*, 25, p. 383 a 417. Como sugestivamente afirmou uns anos depois M. RUBINSTEIN, *o mercado eficiente é aquele em que os preços não seriam alterados se todos revelassem aquilo que sabem*, in “*Securities Market Efficiency, in an Arrow-Debreu Economy*”, in *American Economic Review*, 65, p. 812 a 824. Citados *apud* RICHARD A BREALEY e STEWART C. MYERS, “*Princípios de Finanças Empresariais*”, 5ª Ed., 1998, p. 336.

Uma importante classificação a ter em conta sobre os diferentes aspectos da aptidão do mercado para o adequado desempenho da sua função económica, designadamente no que se refere ao papel desempenhado pela informação, foi divulgada entre nós por CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “*A informação...*”, *ob. cit.*, p. 334 que, na esteira da doutrina alemã subdivide a eficiência do mercado em três aspectos fundamentais: a capacidade *institucional*, a capacidade *operacional*, e a capacidade *alocativa* de funcionamento do mercado. Sobre o prisma da capacidade *institucional* de funcionamento, a eficiência do mercado assenta na verificação dos pressupostos de existência do mercado, e que se traduzem na possibilidade de este funcionar como um espaço privilegiado de intercâmbio entre agentes económicos. Entre esses pressupostos temos a existência de uma oferta e de uma procura que se encontram em transacções seguras e informais, factores que determinam a eleição por parte dos agentes económicos, desse mercado e não de outro qualquer, como espaço preferencial de negociação. O aspecto da eficiência *operacional* do mercado refere-se ao grau de neutralidade dos mecanismos tendentes à obtenção de informação face aos preços dos activos nele negociados. Por último, a capacidade *alocativa* de funcionamento prende-se com um nível de funcionamento do mercado em que os capitais envolvidos sejam investidos nas entidades que deles venham a tirar o melhor proveito e que por esse facto se encontram nas melhores condições para assegurar uma melhor remuneração aos seus investidores. Este efeito apenas pode ser atingido desde que aos investidores seja facultada a possibilidade de prévia ponderação dos rendimentos esperados e dos riscos inerentes aos investimentos a realizar, baseada em informação assente em condições de igualdade e segurança.

²² HARRY V. ROBERTS, “*Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market*”. Documento não publicado e apresentado no seminário sobre análise dos preços dos valores mobiliários na Universidade de Chicago, em Maio de 1967. Citado *apud* RICHARD A BREALEY e STEWART C. MYERS, “*Princípios de Finanças Empresariais*”, 5ª Ed., 1998, p. 329.

informação publicada. Este aspecto foi já bastante abordado, inclusivamente entre nós²³, tendo-se verificado que grande parte da informação tornada pública é rápida e cuidadosamente incorporada na cotação dos activos a que diz respeito. Contudo, sendo certo que índices de reacção relativamente curtos à disponibilização de informação relevante constituem um indicador positivo sobre o funcionamento do mercado, normalmente indiciando que nele não se encontram instaladas bolsas de informação privilegiada, não será menos certo que elevados índices de reacção à informação ocasional e avulsa revelam um mercado instável, e por conseguinte facilmente manipulável²⁴.

Num mercado eficiente na sua forma *forte*, entre a informação disponível no mercado inclui-se, não apenas a informação tornada pública, como também toda a informação que possa ser obtida com base numa aturada análise à empresa e à economia. Neste contexto, os preços, ao incorporarem toda a informação subjacente a cada título, traduzem o seu verdadeiro valor. Isto significa que num mercado eficiente não existem possibilidades de a maioria dos investidores conseguirem taxas de rendibilidade sistematicamente excessivas com base em informações privilegiadas, uma vez que neste mercado estas informações não existem²⁵.

A classificação proposta quanto ao grau de eficiência do mercado face à informação disponível explica-nos que a capacidade de incorporação de todos os dados relevantes e susceptíveis de averiguação nos preços, leva a que o verdadeiro valor actual de cada valor mobiliário corresponda a um *preço de equilíbrio* que engloba toda a informação disponível para os investidores em cada momento. Por outras palavras, a natureza causal dos valores mobiliários leva a que a informação

²³ Veja-se MAFALDA GOUVEIA MARQUES e MÁRIO FREIRE, “A informação...”, ob. cit., p. 113 e segs.

Como referiram RICHARD A BREALEY e STEWART C. MYERS, “Princípios...”, ob. cit., p. 990, uma vez que num mercado eficiente os preços dos valores mobiliários reflectem sempre toda a informação disponível, assumindo sempre com um maior ou menor rigor o seu verdadeiro valor, a concorrência entre investidores adequadamente informados leva a que os preços respondam rapidamente a uma nova informação logo que ela se torne conhecida.

²⁴ Cfr. FREDERICO LACERDA DA COSTA PINTO, “O direito...”, ob. cit., p. 100.

²⁵ Como referem RICHARD A BREALEY e STEWART C. MYERS, “Princípios...”, ob. cit., p. 346, “A santa padroeira da Bolsa de Valores de Barcelona é a Nossa Senhora da Esperança. É a padroeira perfeita, uma vez que num mercado eficiente tudo o que se pode racionalmente esperar é obter uma rendibilidade que compense exactamente pelo valor temporal do investimento e pelos riscos assumidos”.

sobre a realidade subjacente se incorpore no próprio valor mobiliário a que diga respeito.

III. ASPECTOS SUBJACENTES AOS DEVERES DE INFORMAR

7. A ambivalência dos sujeitos perante a informação

Apesar de a informação constituir um elemento fundamental para a própria existência e funcionamento do mercado²⁶, este nem sempre a produz espontaneamente, em tempo oportuno e com a quantidade e a qualidade indispensáveis à tomada de decisões de investimento esclarecidas. Esta ideia resulta da já conhecida e natural ambivalência²⁷ nas relações entre os agentes económicos e a informação, que decorre quer das dificuldades na disseminação da informação relevante por todos os actuais e potenciais investidores, quer da forte tendência que nestes mercados se verifica para o surgimento de assimetrias ao nível da informação. Tais assimetrias são produto de desequilíbrios nos diferentes graus de conhecimento e de experiência entre investidores e outros agentes do mercado, mas também do natural interesse dos sujeitos económicos em valorizar a informação alheia, evitando ao mesmo tempo divulgar a informação de que dispõem²⁸.

Esta última tendência surge agravada pela forte concorrência que nestes mercados se faz sentir, e pela circunstância de que a simples detenção de informação permitir aos seus titulares correr, como vimos, menos riscos do que aqueles a que tipicamente estão sujeitos os demais investidores.

²⁶ A eficiência dos mercados constitui uma das incumbências do Estado no âmbito económico e social, cabendo-lhe, nos termos da alínea e) do artigo 81º da Constituição da República Portuguesa, “assegurar o funcionamento eficiente dos mercados, de modo a garantir a equilibrada concorrência entre as empresas, a contrariar as formas de organização monopolistas e a reprimir os abusos de posição dominante e outras práticas lesivas do interesse geral.”

²⁷ Cfr. EDUARDO PAZ FERREIRA, “A informação...”, ob. cit., p. 145, citando ALBERTO PREDIERI, “Lo Stato come riduttore di asimmetrie informative nella Regolazione dei Mercati Finanziari”, p. 69 e segs.

²⁸ Curiosamente a propósito, cite-se o expressivo slogan recentemente escolhido por um conhecido jornal de informação financeira, que sugere: “Saiba tudo às quintas no *Jornal de Negócios*, ou dias depois em todo o lado”, ou ainda a conhecida frase atribuída a ARISTÓTELES ONASSIS, segundo a qual “o segredo dos negócios é saber algo que mais ninguém sabe”.

Deste modo, o mercado carece de um adequado quadro jurídico que lhe permita impor o ajustamento perante as assimetrias informativas pontualmente emergentes, de maneira a que entre a ocorrência de um determinado facto susceptível de influir nos preços e o momento da sua divulgação decorra o mínimo espaço de tempo possível. Nesta medida, o Direito dos Valores Mobiliários é chamado a proporcionar a todos igualdade no acesso e na distribuição dos riscos próprios do investimento através da imposição sobre os agentes que nele actuam, de um amplo e eficaz conjunto de deveres de informação²⁹.

8. O princípio da *full disclosure*

A necessidade de organizar o mercado no sentido de assegurar a necessária informação para que todos os investidores possam autodeterminar-se no quadro de um mercado transparente e igualitário, levou ao acolhimento do princípio da *full disclosure* (revelação total) ou da transparência no ordenamento jurídico português, que desempenha um papel estruturante no moderno Direito dos Valores Mobiliários. Este princípio foi introduzido entre nós através da importação do direito anglo-saxónico, feita por via da transposição do direito comunitário³⁰. No entanto a influência fundamental veio do contributo norte-americano que, através do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, na sequência do *Companies Act* britânico de 1901, introduziu uma dicotomia entre duas categorias mobiliárias de sociedades: as *closed corporations* e as *publicly held corporations*, fazendo recair sobre as últimas o peso de um quadro de deveres mais exigente, sobretudo ao nível da informação.

²⁹ Como poder ler-se no considerando nº. 31 da Directiva nº. 2001/34/CE, de 28 de Maio, “*uma política de informação adequada dos investidores no sector dos valores mobiliários é susceptível de melhorar a sua protecção, de reforçar a sua confiança nos mercados desses valores e de assegurar assim o seu bom funcionamento*”.

³⁰ Fundamentalmente da Directiva nº. 82/121/CEE, de 15 de Fevereiro relativa à informação periódica a publicar pelas sociedades cujas acções são emitidas à cotação oficial de uma bolsa de valores e da Directiva nº. 88/627/CEE, de 12 de Dezembro, relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação importante numa sociedade cotada na bolsa. As matérias regulamentadas por estas directivas foram entretanto codificadas pela aprovação da Directiva nº. 2001/34/CE, de 28 de Maio, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores, a qual foi alterada pela Directiva nº. 2003/6/CE, de 28 de Janeiro.

O sistema de revelações obrigatórias (*mandatory disclosure*), conjuntamente com uma série de outras medidas implementadas por força daqueles diplomas, como a constituição da *Securities Exchange Commission*, surge como a reacção à grande depressão que afectou os mercados financeiros norte-americanos em 1929 e teve essencialmente em vista restaurar a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, tradicionalmente a grande fonte de financiamento das empresas norte-americanas.

O princípio da *full disclosure* é a peça crítica de uma estrutura destinada a criar uma cultura de mercado assente na maximização da divulgação de informação por parte de todos os agentes envolvidos, encontrando a sua expressão em cada um dos deveres de informação previstos no CVM e nos Regulamentos, Recomendações e outros documentos emanados pela CMVM³¹.

No entanto, as dificuldades de implementação de soluções de transparência encontram-se ligadas à circunstância de as transacções ocorrerem dentro do sistema sem que os investidores conheçam a contraparte, ou seja, num ambiente de massificação e indeterminabilidade dos sujeitos a quem a informação se destina. Este facto, aliado à enorme diversidade de meios de divulgação ao dispor dos sujeitos a ela obrigados e às falhas de mercado que a regulamentação excessiva pode originar, suscitam o problema do possível excesso na quantidade da informação tornada pública, em claro detrimento da sua qualidade³². Há pois que atender a um *princípio de razoabilidade* quanto à imposição de deveres de informação aos agentes do mercado, dado que excessivos deveres de prestação de informação e de publicidade implicam custos acrescidos na sua obtenção³³, com

³¹ É o caso do seu Regulamento sobre deveres de informação nº. 11/2000, de 19 de Julho, alterado pelos Regulamentos nºs. 24/2000, de 19 de Julho, 13/2002, de 26 de Agosto e 11/2003, de 2 de Dezembro, do Regulamento sobre o governo das sociedades cotadas nº. 7/2001, de 28 de Dezembro, alterado pelo referido Regulamento nº. 11/2003, dos seus “*Entendimentos Relativos ao Dever Legal de Informação sobre Factos Relevantes pelos Emitentes de Valores Mobiliários admitidos à Negociação em Bolsa*” de Julho de 2000 e das “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*” cuja versão mais recente é de Novembro de 2003. Estes documentos encontram-se disponíveis em www.cmvm.pt/.

³² PAULO CAMARA, “*Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 2, 1998, p. 91.

³³ Neste sentido, veja-se PAULO CÂMARA, “*Os deveres...*”, ob. cit., p. 87. Parece-nos ser o caso, da rede intrincada prevista no Regulamento da CMVM nº. 11/000, de deveres de publicação e de dupla publicação de factos cuja divulgação encontra-se já muitas vezes assegurada por força de outras disposições, e que deixam muitas vezes o intérprete numa posição em que, na dúvida, deverá publicar factos apenas sujeitos a comunicação ou a proceder a nova publicação, sob pena de se colocar em posição de lhe ser imputada a prática de um ilícito contra-ordenacional.

directo prejuízo para a margem de liquidez proporcionada pelo investimento em valores mobiliários.

Daí que em atenção aos fins de eficiência propostos, a tendência apontada pela doutrina seja a de criar as condições para uma adequada selectividade e *doseamento* na distribuição dos deveres informativos impostos aos diversos intervenientes no mercado, consoante os factos sujeitos a informação ocorram dentro do âmbito da sua esfera de actividade. Neste sentido, apenas será de exigir a informação que as entidades obrigadas possam dispor com o esforço que lhes seja razoavelmente exigível, excluindo portanto do âmbito dos referidos deveres todos os factos cujo desconhecimento lhes não seja imputável³⁴.

À diminuição de custos junta-se a diminuição de riscos decorrente do maior controlo das próprias entidades emitentes naturalmente propiciado pela maior visibilidade da sua situação patrimonial e financeira³⁵. Trata-se do tradicional problema de encontrar um justo e económico ponto de equilíbrio (*trade off*), entre o enquadramento jurídico da tutela dos riscos de informação a que estão sujeitos os investidores através do acolhimento do princípio geral da transparência, e a operacionalidade de funcionamento do próprio mercado, tendo em vista a utilização dos métodos que se revelem simultaneamente mais eficazes e menos dispendiosos de divulgação de informação necessária ao esclarecimento de todos os actuais e potenciais adquirentes de valores mobiliários. Esta solução de compromisso leva a que os deveres de informação devam incidir justamente sobre os sujeitos que se encontrem objectivamente nas melhores condições de assegurar a sua difusão, com um mínimo de custos associados.

³⁴ Veja-se AMADEU JOSÉ FERREIRA, “Direito dos Valores Mobiliários”, 1997, p. 334.

³⁵ SOUSA FRANCO, “Actas do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários” de 8 de Setembro de 1997 e 22 de Janeiro de 1998, edição do Ministério das Finanças e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, p. 10. Também neste sentido, a COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, ao chamar à atenção nas suas “Orientações relativas ao dever legal de prestação de informação sobre factos relevantes” que o cumprimento rigoroso dos deveres de informação por parte das entidades emitentes não deverá ser por estas encarado como um encargo sem retorno, a ser cumprido estritamente de modo a evitar o perigo da aplicação de sanções, mas sim como a contrapartida de um benefício expresso na redução do risco imputável aos valores mobiliários por si emitidos, contribuindo para que o mercado de valores mobiliários continue a ser um instrumento eficiente e duradouro do seu financiamento.

9. A teleologia dos deveres de informação

Ora, face ao que fica exposto, a *ratio* fundamental mediatamente subjacente aos deveres informativos previstos no Código dos Valores Mobiliários prende-se fundamentalmente com um *interesse público de defesa da eficiência do mercado de capitais, através da protecção dos investidores genericamente considerados como a colectividade composta por todos os actuais e potenciais adquirentes de valores mobiliários*³⁶. No sentido do entendimento proposto temos o n.º 2 do artigo 1.º do CVM, que estabelece que o reconhecimento de novos valores mobiliários fica dependente de determinados requisitos, como seja desde logo o serem emitidos em circunstâncias que assegurem os interesses dos *potenciais adquirentes*. A intenção do legislador de não se limitar a circunscrever à protecção conferida aos investidores individualmente considerados, mas de a estender à universalidade dos potenciais adquirentes, é aqui evidente, em atenção ao interesse público que reveste o adequado funcionamento do mercado de capitais. Outro reflexo deste objectivo constitui a imposição de que os deveres de informação previstos no CVM devam ser cumpridos mediante a sua divulgação através de meio de comunicação *de grande difusão em Portugal*³⁷.

Quanto às finalidades imediatamente subjacentes às normas instituidoras de deveres de informação, temos o *esclarecimento dos investidores* quanto às decisões de investimento ou de desinvestimento a adoptar, a *distribuição igualitária do risco*, e a *formação regular dos preços* dos valores mobiliários disponíveis no mercado.

³⁶ A informação que aqui se pretende assegurar é a informação orientada à formação de negócios no mercado em condições de igualdade e segurança. Concordamos com AMADEU JOSÉ FERREIRA, “Direito...”, ob. cit., p. 40, quando afirma que o princípio da defesa do investidor não é funcionalmente dependente do princípio da defesa do mercado. No entanto, a circunstância de o legislador atender, ao lado do interesse dos investidores, à defesa dos interesses dos *potenciais adquirentes* (cfr. n.º 2 do artigo 1.º do CVM) é uma decorrência deste princípio. Daí que em nosso ver, o princípio que se encontra fundamentalmente subjacente à instituição de deveres de informação será o *princípio da defesa do mercado de capitais*, sem prejuízo de encontrarmos pontualmente normas que de uma forma mais intensa visam a protecção particular dos investidores, como sucede com as disposições contidas no artigo 323.º e no n.º 2 do artigo 314.º do CVM.

³⁷ Cfr. n.º 1 do artigo 5.º do CVM.

O esclarecimento dos investidores no que diz respeito qualquer aspecto susceptível de influenciar a avaliação que fazem dos investimentos propostos em função das suas expectativas e perspectivas futuras, é uma condição determinante para uma tomada de decisão de investimento ou de desinvestimento livre e responsável. A necessidade de esclarecimento dos investidores, designadamente dos não institucionais, exige-se de um modo muito especial na negociação em mercados regulamentados, onde as transacções têm lugar as mais das vezes dentro do sistema centralizado e em massa, entre sujeitos que não têm qualquer contacto entre si³⁸. Naturalmente que estas características tornam inadequadas as tradicionais soluções do direito civil que, como referimos constituem os sujeitos envolvidos como garantes do esclarecimento da contraparte, reclamando um conjunto de soluções próprias que permitam a ocorrência de um fenómeno de *publicização* da informação.

Ainda incluído na *ratio* das normas instituidoras da tutela informativa no Direito dos Valores Mobiliários, encontramos o interesse em assegurar uma distribuição igualitária do risco de informação, o qual é potenciado nestes mercados pela existência das assimetrias objectivas e subjectivas a que acima se faz referência. Tal objectivo é alcançado pela consagração do *princípio da igualdade no acesso à informação* em diversas disposições do CVM³⁹, que se apresenta como determinante para a diluição das assimetrias na distribuição do risco, e para a generalização das possibilidades de identificação e de valoração dos riscos típicos inerentes aos investimentos concretamente propostos⁴⁰. Ora, ao evitar a proliferação de assimetrias informativas, este princípio impede que os

³⁸ Neste sentido, veja-se CÉLIA REIS, “*Violação de Deveres de informação*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 4, 1999, p. 269 e AMADEU JOSÉ FERREIRA, “*Direito...*”, ob. cit., p. 333.

³⁹ Naturalmente que a entidade emitente assegura este tratamento igual quando, na posse de informações não comunicadas, procede à sua divulgação tempestiva no mercado antes do que a qualquer outro sujeito. Cfr. artigo 15º do CVM, nos termos do qual: “*a sociedade aberta deve assegurar tratamento igual aos titulares dos valores mobiliários por ela emitidos que pertençam à mesma categoria.*”. Este princípio infere-se a partir do princípio da igualdade jurídica consagrado no artigo 13º da Constituição da República Portuguesa, e influencia directamente inúmeros outros preceitos constantes do CVM de entre os quais destacamos a parte final do n.º 2 do artigo 1º, o n.º 1 do artigo 6º, os artigos 112º, 197º, o n.º 5 do artigo 203º e a alínea a) do n.º 2 do artigo 393º do CVM.

⁴⁰ Como a este propósito chama à atenção FREDERICO LACERDA DA COSTA PINTO, *quem negocia com informação privilegiada, antecipa-se ilegalmente ao resto do mercado, e por isso não corre os mesmos riscos que os demais investidores* (“*O direito...*”, ob. cit., p. 103).

detentores de informação não tornada pública possam atenuar ou eliminar em proveito próprio o risco de informação, em detrimento dos demais investidores⁴¹.

Finalmente, cabe uma forte preocupação na teleologia dos deveres de informação pela correcta formação dos preços dos activos negociados no mercado de valores mobiliários. É que o efeito da informação sobre os preços dos activos resulta do funcionamento das leis económicas da oferta e da procura, a partir dos juízos formados pelos investidores quanto ao realismo dos preços que os valores disponíveis no mercado apresentam em cada momento. Ao permitir aos investidores formar expectativas quanto à estabilidade e rendibilidade das suas aplicações, a informação disponível incorpora-se na negociação dos activos, ficando reflectida nos respectivos preços.

Da constatação de todos estes factores conclui-se, no que diz respeito em particular a este aspecto da formação de preços, que ao acervo de deveres informativos juridicamente impostos aos agentes do mercado subjazem razões que a economia soube apurar tendo em vista assegurar a eficiência do mercado e paralelamente, a protecção do investidor, designadamente do investidor não institucional.

Advirta-se no entanto, em homenagem ao referido princípio da autonomia privada, que a aplicação dos mecanismos de protecção dos investidores e do mercado consagrados no CVM não pretende eliminar o risco do investimento propriamente dito, recaindo sempre o ónus e o risco da decisão exclusivamente sobre o investidor, que conserva o inalienável direito de *fazer figura de idiota (to make a fool of himself)*⁴². De facto, a tutela conferida pelo Direito dos Valores Mobiliários através da implementação destas obrigações informativas não pretende garantir o mérito das decisões individuais dos investidores, mas tão-só assegurar que estes orientem os seus investimentos de uma forma livre e responsável, através do acesso em tempo oportuno a informação perceptível, fiável e comparável.

⁴¹ CÉLIA REIS, “Violação...”, ob. cit., p. 271.

⁴² CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A informação...”, ob. cit., p. 337. Frisando igualmente este aspecto, EDUARDO PAZ FERREIRA, “A informação...”, ob. cit., p. 147.

IV. ENQUADRAMENTO DOS DEVERES DE INFORMAR

10. A qualidade da informação

A relevância fundamental que o princípio da transparência assume no Direito dos Valores Mobiliários é desde logo sublinhada pela sua inserção sistemática no Código dos Valores Mobiliários, que reserva no seu título I um capítulo inteiramente dedicado à informação e onde é genericamente tratada a questão da qualidade da informação a disponibilizar no mercado.

Neste sentido, são estabelecidos determinados parâmetros com que a informação deve conformar-se de maneira a que os investidores dela possam retirar todos os elementos necessários a uma correcta avaliação dos seus investimentos actuais ou futuros. Assim, além da obrigatoriedade de se encontrar redigida em língua portuguesa⁴³, a informação que seja susceptível de influenciar as decisões dos investidores ou que seja prestada às entidades de supervisão e às entidades gestoras dos mercados, de sistemas de liquidação, e de sistemas centralizados de valores mobiliários, *deve ser completa, verdadeira, actual clara objectiva e lícita*⁴⁴.

Concretizando o sentido destas expressões, a informação a prestar deve: (i) compreender todos os elementos susceptíveis de influir no preço dos valores mobiliários⁴⁵, (ii) representar fielmente a realidade que se destina a reflectir, não induzindo em erro os seus destinatários, (iii) ser oportunamente fornecida e actualizada quanto aos factos supervenientes que afectem o seu conteúdo, (iv) ser perceptível para os seus destinatários⁴⁶, (v) apoiar-se em factos suficientemente

⁴³ Nos termos do n.º 1 do artigo 6º do CVM, *deve ser redigida em português ou acompanhada de tradução para português devidamente legalizada a informação divulgada em Portugal que seja susceptível de influenciar as decisões dos investidores, nomeadamente quando respeite a ofertas públicas, a mercados de valores mobiliários, a actividades de intermediação e a emitentes. A CMVM poderá no entanto, ao abrigo do n.º 2 deste artigo, dispensar a tradução, no todo ou em parte, caso considere encontrarem-se acautelados os interesses dos investidores.*

⁴⁴ Cfr. n.º 1 do artigo 7º do CVM.

⁴⁵ No entanto, como refere PAULO CÂMARA in “Os deveres...”, ob. cit., p. 91, “*para fundar a prudência no cumprimento do dever de informação (...) somam-se às explicações normativas, razões de índole económica, na medida em que tem sido evidenciado que a disponibilização de toda a informação, incluindo a relativa a factos inexactos, não confirmados ou não consumados, é factor de ineficiência dos mercados.*”.

⁴⁶ Um aspecto pouco abordado no que diz respeito à apresentação da informação relevante sobre emitentes junto do público é a vantagem da standardização da informação. É desejável que além

comprovados, e (vi) conformar-se com a lei, a ordem pública e os bons costumes. Estes elevados padrões de qualidade são aplicáveis a toda a informação susceptível de influenciar as decisões dos investidores e ainda àquela especificamente dirigida às entidades reguladoras do mercado, seja qual for o meio de divulgação utilizado e ainda que inserida em conselho, recomendação, mensagem publicitária ou relatório de notação de risco⁴⁷.

A observância formal destas características é administrativamente controlada pela CMVM que aprecia a legalidade da informação divulgada, sem no entanto prestar qualquer garantia quanto ao mérito das decisões que, com base nela, os investidores possam vir a tomar⁴⁸.

O Código subscreve a ideia de que a tutela de determinados valores relacionados com o mercado implica uma actuação a nível das próprias mensagens publicitárias, determinando que à publicidade relacionada com valores mobiliários é aplicável o regime geral da publicidade⁴⁹. Aliás, não se compreenderia que à margem da informação proporcionada, v.g., através de prospecto informativo, pudessem ser disponibilizadas informações publicitárias

de ser clara, verdadeira e objectiva, a informação apresente-se perante os seus destinatários em moldes que lhes permitam comparar um conjunto de alternativas de investimento, antes de procederem a qualquer intervenção no mercado, seja de compra ou de venda. A utilidade deste aspecto existe independentemente do período a que as diferentes peças informativas dizem respeito, já que a comparabilidade implica a possibilidade de relacionar peças informativas que se referem a períodos distintos no tempo, no espaço e nos sujeitos, como sucederá, respectivamente, entre documentos de prestação de contas prestados por uma mesma empresa em datas diferentes, entre peças informativas emitidas por entidades cotadas em mercados distintos, ou entre material informativo relativo a diferentes entidades emittentes. Note-se que tratando-se de um valor relativo, pode mesmo defender-se uma standardização que aumente a comparabilidade mesmo entre peças de informação financeira periódica e documentos de prestação de informação contínua, como sucede com a prestação de informação relativa a factos relevantes.

⁴⁷ Cfr. n.º 2 do artigo 7º do CVM. Esta disposição legal vem estabelecer um regime comum para todas as formas de divulgação de informação, retirando de alguma forma relevância prática às distinções introduzidas pelas modernas concepções da teoria da informação, que de outro modo restringiriam o campo de aplicação do n.º 1 do artigo 7º, uma vez que tendem a limitar o conceito de *informação* aos conteúdos cognoscíveis e como tal, transmissíveis, reservando para uma noção de *comunicação* os processos por intermédio dos quais tais conteúdos seriam transmitidos. Sem querer aprofundar esta matéria, refira-se apenas que a aceção de informação a que se refere o Código dos Valores Mobiliários traduz uma concepção ampla, e que abrange tanto os conteúdos transmitidos, como os próprios processos de transmissão de conhecimentos potencialmente relevantes, pelo que não fará sentido proceder-se a quaisquer distinções nesta sede.

⁴⁸ Cfr. n.º 3 do artigo 118º e n.º 2 do artigo 234º do CVM. Cfr. igualmente o que ficou dito *supra*, III, n.º 9.

⁴⁹ Cfr. n.º 4 do artigo 7º do CVM. Sobre a articulação entre o regime geral da publicidade e as regras específicas do Código dos Valores Mobiliários com ela conexas, veja-se SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, “*Publicidade Relativa a Valores Mobiliários*”, in Cadernos do mercado de Valores Mobiliários, n.º 11, 2001, p. 95 e segs..

de conteúdo divergente, porventura até contraditórias com o prospecto, colocando em causa a sua utilidade prática, tanto mais que o investidor médio é muito mais atraído pela mensagem publicitária do que pela análise económica e financeira mais exaustiva⁵⁰. Neste sentido, a publicidade relativa a ofertas públicas, além de se encontrar sujeita a autorização prévia por parte da CMVM, deve obedecer a rigorosas exigências como sejam as da sua conformação com os padrões informativos acima enunciados, a necessidade de referência expressa à existência ou à futura disponibilidade de prospecto, e a sua harmonia com o conteúdo desse mesmo prospecto⁵¹.

No entanto, e dadas as óbvias diferenças que as técnicas de divulgação da informação apresentam entre si, sempre que o prospecto seja divulgado através da utilização de outros meios, como sejam o recurso à Internet ou a agências noticiosas, deve ser tornado acessível de modo separado em relação a qualquer outra informação, designadamente publicitária. Além disso, a sua divulgação através daqueles meios deve ocorrer simultaneamente ou em momento posterior à disponibilização do prospecto junto do público, salvo no caso da sua prévia divulgação através do sistema de difusão de informação da CMVM⁵².

Outra forma de controlo da qualidade de informação, designadamente daquela que se encontra total ou parcialmente assente em asserções de carácter técnico, é garantida pelo necessário parecer de auditores financeiros quanto ao teor de determinados documentos de divulgação obrigatória. Desta forma, estes agentes desempenham um importante papel de guardiões (*gatekeepers*) da integridade dos mercados e da veracidade e rigor técnico da informação que neles

⁵⁰ EDUARDO PAZ FERREIRA, “A informação...”, ob. cit., p. 143. Neste sentido, dispõe o n.º 3 do citado artigo 121º, que à responsabilidade civil pelo conteúdo da informação divulgada em mensagens publicitárias aplicam-se, com as devidas adaptações, as normas relativas à responsabilidade civil pelo prospecto constantes nos artigos 149º e seguintes do CVM.

⁵¹ Cfr. n.ºs. 1 e 2 do artigo 121º do CVM. O prospecto informativo é um documento que, em regra precede a realização de ofertas públicas relativas a valores mobiliários e a sua admissão à negociação em mercado regulamentado, e que constitui uma importantíssima fonte de informação técnica que tem em vista esclarecer o público quanto aos os investimentos concretamente propostos (cfr. respectivamente n.º 1 do artigo 134º, e n.º 1 do artigo 236º do CVM). O prospecto deverá sempre conter informação que esteja nas condições prescritas no citado n.º 1 do artigo 7º (cfr. n.º 1 do artigo 135º do CVM), de maneira a permitir que o público em geral possa *formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objecto e os direitos que lhe são inerentes e sobre a situação patrimonial, económica e financeira do emitente*.

⁵² Cfr. os termos conjugados do n.º 2 do artigo 140º do CVM e do n.º 2 do artigo 1º do citado Regulamento n.º 11/2000, na sua redacção actualmente em vigor.

é disponibilizada⁵³. Entre os documentos que envolvem uma pronúncia obrigatória por parte de auditores quanto à da informação financeira neles contida, temos os documentos de prestação de contas, estudos de viabilidade, aqueles que devam ser publicados no âmbito de pedido de admissão à negociação de valores mobiliários, e outros que por imperativo legal devam ser submetidos à CMVM⁵⁴.

11. O cumprimento dos deveres de informar

Apesar da variedade de fórmulas encontrada nas normas impositoras de deveres de informar, destacam-se ao longo do CVM duas técnicas distintas quanto ao seu modo de cumprimento: a comunicação de factos a sujeitos determinados e a emissão de comunicados ao público em geral.

Na primeira categoria de deveres encontramos designadamente as estatuições contidas nos artigos 16º, 19º, 244º e nº. 1 do artigo 249º do CVM, onde se prevê que os sujeitos a ela obrigados “*informem*”, “*comuniquem*” ou “*enviem*” à CMVM determinados factos ou elementos que contenham informação. Naturalmente que aqui trata-se de prestações de facto idênticas, que se materializam na emissão de declarações receptícias àquela entidade de supervisão⁵⁵.

Incluídos na segunda categoria de deveres estão os deveres assinalados nos artigos 17º, 245º, 246º, nº. 1 do artigo 248º e nº. 2 do artigo 249º do CVM, onde os sujeitos abrangidos são adstritos à obrigação de “*publicar*” ou de “*informar o*

⁵³ Os auditores financeiros são sujeitos de direito privado que devem estar registados como tal na CMVM, e cuja função é a de defender o funcionamento do mercado de valores mobiliários, zelando essencialmente pela correcção técnica da informação que nele é disponibilizada. Daí que se encontrem sujeitos a especiais regras de constituição, funcionamento e responsabilidade que pretendem assegurar elevados padrões de independência e aptidão profissional (Cfr. artigos 9º e 10º do CVM e o Regulamento da CMVM nº. 6/2000, de 23 de Fevereiro). Cfr. PAULO CÂMARA, “*O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução*” in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº. 12, 2001, p. 51.

⁵⁴ Cfr. nº. 1 do artigo 8º do CVM. Adicionalmente, caso os documentos a que se refiram as peças emitidas por auditor financeiro integrem previsões sobre a evolução dos negócios ou sobre a situação económica ou financeira da entidade a que digam respeito, deverão aqueles pronunciar-se sobre os respectivos pressupostos, critérios e coerência (cfr. nº. 2 do artigo 8º do CVM).

⁵⁵ Chama-se à atenção para a circunstância de que o cumprimento dos deveres de informação à CMVM por parte das entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, sobretudo no que diz respeito às condições a que devem obedecer a entrega e o processamento dos elementos que integram a informação a prestar, encontra-se regulamentado pela Instrução da CMVM nº. nº. 12/2002, disponível em <http://www.cmvm.pt/>.

público”. Nestes casos, o comportamento devido tem por destinatário o público em geral, e como tal, deve ser levado a cabo através de meio de comunicação de grande difusão em Portugal que seja acessível aos destinatários da informação⁵⁶. O Regulamento n.º. 11/2000 da CMVM precisa que, salvo disposição legal ou regulamentar em contrário, tais deveres de informação devem ser cumpridos através da sua publicação num jornal de grande circulação em Portugal e, sendo caso disso, no boletim do mercado regulamentado em que os valores mobiliários a que dizem respeito estejam admitidos à negociação⁵⁷.

V. OS DEVERES DE INFORMAÇÃO RELATIVOS A ENTIDADES EMITENTES

12. Razão de ordem

Focando agora os efeitos jurídicos, no que diz respeito ao tema que nos propusemos analisar, incidentes sobre as entidades emitentes, os membros dos seus órgãos sociais ou sobre os sujeitos a quem são imputados direitos de voto naquelas, deverá desde logo atender-se essencialmente a dois círculos normativos, dos quais resultam específicos deveres de prestar informação: o do regime geral das sociedades abertas e um regime mais exigente respeitante às entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado⁵⁸.

Seja como for, esta distinção apresenta uma enorme relevância nesta matéria, uma vez que determina a aplicação de estruturas normativas que pressupõem um grau de exigência distinto no que diz respeito à incidência de

⁵⁶ Cfr. n.º. 1 do artigo 5º do CVM

⁵⁷ Cfr. n.º. 1 do artigo 1º do citado regulamento, com a redacção que lhe foi dada pelo Regulamento n.º. 13/2002. Esta regra pode no entanto ser afastada nos termos do artigo 8º-A do Regulamento n.º. 11/2000 quando, no que diz respeito aos documentos de prestação de contas a divulgar por sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, a divulgação pelo público seja assegurada pela imediata inserção da informação abrangida no seu sítio na Internet, dando conhecimento desse facto à CMVM.

⁵⁸ Cfr. alínea b) do n.º. 1 do artigo 200º e artigos 244º e segs. do CVM.

Não se tratam no entanto de círculos normativos concêntricos, já que não existe inteira coincidência entre sociedades abertas e entidades emitentes de valores admitidos à negociação em mercado regulamentado, pela circunstância de que nesta última categoria mobiliária podemos encontrar ainda entidades emitentes de valores mobiliários representativos de dívida igualmente admitidos à negociação, que podem não ser sociedades, como é o caso, por exemplo, do Estado ou das cooperativas.

deveres de informação permanente. A nossa exposição passará por conseguinte por uma breve incursão sobre o regime das sociedades abertas, passando subsequentemente aos deveres de informação permanente ligados à sua estrutura societária segundo critérios de imputação de direitos de voto. Seguidamente, passaremos aos deveres de informação permanente directamente associados a entidades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

13. As sociedades abertas

Antes de abordarmos os deveres de informação permanente relativos a entidades emittentes, não podemos deixar de fazer aqui uma breve referência à sociedade aberta, que ao contrário do tipo societário que assenta sobretudo sobre uma participação social de onde se desprendem direitos subjectivos, constitui um centro de intercessão de normas de Direito dos Valores Mobiliários que se prendem essencialmente com um esquema de protecções reflexas do investidor.

A sociedade com o capital aberto ao investimento do público⁵⁹ é um tipo mobiliário dotado de características próprias, que apresenta notórias diferenças em relação às sociedades não abertas ou fechadas, as quais decorrem essencialmente de um fenómeno de separação entre a titularidade e o controlo. Este fenómeno é predominante nas sociedades cujo capital se encontra disperso pelo público, e tem consequências, quer ao nível da estruturação interna, quer ao nível da estruturação externa dos seus poderes de controlo e gestão.

A aquisição da qualidade de sociedade aberta depende da verificação de alguma das previsões contidas no artigo 13º do CVM, que constitui um catálogo de tipos de verificação automática. Tais critérios são essencialmente, a difusão de acções pelo público, tanto por via da aquisição originária de acções ou de valores equiparados que tenham sido objecto de oferta pública de subscrição, como pela admissão de acções ou de valores equiparados à negociação em mercado

⁵⁹ Cfr. O artigo 7º do Decreto-Lei nº. 486/99 de 13 de Novembro, que aprovou o Código dos Valores Mobiliários, nos termos do qual “as expressões «sociedade de subscrição pública» e «sociedade com subscrição pública», utilizadas em qualquer lei ou regulamento, consideram-se substituídas pela expressão «sociedade com o capital aberto ao investimento do público» com o sentido que lhe atribui o artigo 13º do Código dos Valores Mobiliários.”.

regulamentado, a alienação de acções em oferta pública de venda ou de troca quantitativamente significativa, ou a constituição a partir de cisão ou fusão de uma sociedade aberta. O momento da aquisição da qualidade de sociedade aberta ocorre assim que existir um contacto irreversível com o público, ou seja, no momento do apuramento do resultado da oferta ou no momento da admissão à negociação dos valores por si emitidos no mercado, ou no caso de se tratar de sociedade constituída através de fusão ou cisão, no momento do registo do acto constitutivo da nova sociedade⁶⁰.

Nota saliente e estruturalmente, talvez o aspecto mais importante no regime das sociedades abertas⁶¹ tem a ver com a técnica legislativa utilizada no novo código para a medição de participações qualificadas⁶², que passa pela assimilação da titularidade à detenção de uma capacidade de influência sobre o exercício de direitos de voto⁶³. Trata-se de um preceito dotado de uma enorme complexidade dogmática, que monta a sua técnica em ficções jurídicas denunciadoras de um perigo de influência sobre o exercício do direito de voto, mas sem efeitos ao nível societário. A técnica utilizada permite a imputação de direitos de voto a pessoa diversa do titular directo, sem o eliminar, apresentando por conseguinte um efeito multiplicador dos sujeitos considerados em posição de exercer influência sobre o controlo da gestão de sociedades abertas, provocando nessa medida um certo apagamento da figura do sócio.

Embora este fenómeno de ampliação possa parecer paradoxal quando o que no fundo se pretende ao nível societário com a informação é assegurar a soberania dos investidores na tomada de decisões sobre os seus investimentos, a verdade é que a equiparação para certos efeitos entre as posições dos detentores de um poder de influência sobre o governo da sociedade e a posição do accionista,

⁶⁰ A perda de qualidade de sociedade aberta tem lugar uma vez verificadas as circunstâncias enumeradas no n.º 1 do artigo 27º do CVM, a partir do momento da publicação da decisão a tomar para o efeito pela CMVM, e implica a imediata exclusão dos valores mobiliários emitidos pela sociedade em causa da negociação em mercado regulamentado e a impossibilidade da sua readmissão à negociação nesse mercado pelo prazo de um ano (cfr. n.ºs. 1 e 2 do artigo 29º do CVM).

⁶¹ Como consequência da aquisição da qualidade de sociedade aberta, estas encontram-se obrigadas, por força do disposto no artigo 14º do CVM, de mencionar essa qualidade em todos os actos qualificados como externos pelo artigo 171º do Código das Sociedades Comerciais.

⁶² Cfr. n.º 1 do artigo 20º do CVM.

⁶³ Sobre o tema, veja-se CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, p. 163 e segs.

permite colocar a descoberto as relações de poder que determinam a titularidade do controlo nestas sociedades⁶⁴. O preceito em causa apresenta-se portanto como uma *look-through provision* essencial para o conhecimento das estruturas de controlo societário, favorecendo nessa medida o exercício do poder de escrutínio por parte dos investidores.

Os critérios de imputação dos direitos de voto constituem uma superação do conceito de detenção jurídica e têm consequências desde logo ao nível da determinação da existência de deveres de divulgação pública de participações qualificada em sociedades abertas⁶⁵ que apesar de por vezes quantitativamente pouco expressivas dada a crescente pulverização do seu capital social, são consideradas susceptíveis de influenciar os preços dos valores mobiliários por si emitidos.

A) O dever de comunicação de participações qualificadas

A aquisição da qualidade de sociedade aberta implica, para os sujeitos que adquiram ou alienem participações consideradas qualificadas nos termos do artigo 16º e segundo os critérios de imputação dos direitos de voto previstos no nº. 1 do artigo 20º do CVM, a imediata sujeição a um importante conjunto de deveres de informação. A consagração destes deveres tem especificamente em vista um efeito preventivo de desencorajar a adopção de práticas ilícitas como transacções intra-grupo ilícitas, fraude a regras sobre concorrência, e de ao mesmo tempo permitir o conhecimento das relações de domínio existentes nas sociedades abertas, dada a sua influência reflexa sobre a gestão e sobre os próprios preços dos valores mobiliários por elas emitidos e ou detidos.

Assim, estabelece a referida disposição legal que quem atinja ou ultrapasse uma participação⁶⁶ correspondente a 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta — e ainda a 2% ou a 5%, no caso de se tratar de sociedade emitente de

⁶⁴ Este regime resulta da constatação de que certos acordos são muitas vezes susceptíveis de permitir exercer uma influência mais decisiva sobre a gestão do que a própria detenção de participações sociais.

⁶⁵ Cfr. artigos 16º a 18º do CVM.

⁶⁶ Calculada nos termos do nº. 1 do artigo 20º do CVM.

acções ou de outros valores mobiliários que confiram direito à sua subscrição ou aquisição, admitidos à negociação em mercado regulamentado — ou mesmo quem reduza a sua participação em sociedade aberta para um valor inferior a qualquer uma daquelas fasquias, deve, dentro dos três dias seguintes à ocorrência do facto que lhes deu origem, informar a CMVM, a sociedade participada e as entidades gestoras dos mercados onde os valores mobiliários emitidos por aquela estejam admitidos à negociação, não apenas da ocorrência desse mesmo facto, como ainda das situações que determinem a imputação ao participante de direitos de voto inerentes a valores mobiliários pertencentes a terceiros⁶⁷.

Face à ineficácia apresentada pelo mecanismo constante da primeira versão do artigo 16º do CVM, com a aprovação do Decreto-lei nº. 61/2002 de 20 de Março procedeu-se ao aditamento dos seus actuais números 3 a 9, por via dos quais foi tornado mais exigente o regime de controlo de participações qualificadas nas sociedades abertas. Adicionalmente, foi clarificada a obrigação do detentor da participação qualificada de, com cada uma das comunicações a que está sujeito à medida em que vai ultrapassando para mais ou para menos qualquer um dos referidos limites, proceder à identificação de toda a cadeia de entidades a quem a participação deve ser imputada, independentemente da lei a que se encontrem sujeitas⁶⁸.

A falta de comunicação da cadeia de domínio em termos considerados satisfatórios para a CMVM, implica a emissão e publicação de uma declaração de falta de transparência quanto à titularidade das participações sociais em causa⁶⁹. Este acto levado a cabo pela entidade de supervisão tem por efeito a imediata suspensão do exercício do direito de voto e dos direitos de natureza patrimonial inerentes às mesmas participações sociais⁷⁰, com excepção do direito de preferência na subscrição de novas acções em aumentos de capital. A suspensão

⁶⁷ Cfr. nºs. 1 e 2 do artigo 16º do CVM.

⁶⁸ Cfr. nº. 3 do artigo 16º do CVM, com a redacção que lhe foi dada pelo Decreto-Lei nº. 61/2002 de 20 de Março.

⁶⁹ Cfr. nº. 6 do artigo 16º do CVM. Esta declaração é emitida caso a omissão ou insuficiência que originaram a emissão da declaração de falta de transparência não seja suprida nos 30 dias seguintes à notificação dirigida para o efeito pela CMVM aos interessados e aos membros dos órgãos sociais da sociedade aberta em causa (cfr. nºs. 4 e 5 do artigo 16º do CVM).

⁷⁰ Nos termos do nº. 8 do artigo em análise, os direitos patrimoniais que se vierem a vencer durante a suspensão deverão ser creditados em conta especialmente aberta para o efeito junto de instituição de crédito habilitada a receber depósitos em Portugal, sendo proibido o levantamento de quaisquer valores que nela venham a constar, enquanto durar a suspensão.

de direitos vigora enquanto a declaração de falta de transparência não for retirada pela CMVM.

Por sua vez, a sociedade participada, os titulares dos seus órgãos sociais ou outra sociedade que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo⁷¹, deverão, após a recepção de uma comunicação sobre a aquisição ou alienação de uma participação qualificada no seu capital social, proceder à imediata divulgação desse facto junto do público, promovendo a sua publicação⁷². Este dever não depende no entanto da recepção desta participação, porquanto estas entidades ou mesmo a própria entidade gestora do mercado regulamentado onde os valores mobiliários em causa estejam admitidos à negociação, têm o dever de proceder à sua comunicação tempestiva à CMVM sempre que tiverem conhecimento ou fundados indícios de incumprimento dos referidos deveres de informação⁷³.

B) Os acordos parassociais

Paralelamente, não pode deixar de ser reconhecida a grande importância dos acordos parassociais na estrutura de controlo das sociedades abertas, como sustentáculo de participações qualificadas ou de defesas anti-OPA. Por esta razão, o artigo 19º do CVM exige a comunicação à CMVM dos *acordos parassociais que visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta ou assegurar ou frustrar o êxito de oferta pública de aquisição*, comunicação essa que deverá ser feita, no prazo de três dias após a data da sua celebração, por qualquer um dos contraentes.

⁷¹ Cfr. n.ºs. 1 e 3 do artigo 17º e artigo 21º do CVM.

⁷² Uma vez em poder da entidade emitente, estas informações encontram-se sujeitas a uma dupla publicação, nos termos do n.º. 1 do artigo 1º-B do Regulamento n.º. 11/2000, devendo ser comunicadas à CMVM antes da sua divulgação. Isto, é claro, caso não se lance mão do mecanismo consignado no artigo 18º do CVM, que permite à CMVM dispensar a referida publicação, nos casos em que se trate de participações de 2% e de 5% dos direitos de voto em sociedade aberta emitente de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, admitidos à negociação em mercado regulamentado, e desde que o participante seja membro de um mercado regulamentado situado ou a funcionar num Estado-membro da União Europeia, detiver as acções transitoriamente com vista à sua alienação e declarar que não pretende exercer qualquer influência sobre a gestão da sociedade a que correspondem os direitos de voto adquiridos.

⁷³ Cfr. n.º. 2 do artigo 17º do CVM, com a redacção que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º. 61/2002 de 20 de Março.

O acesso aos acordos parassociais permite à entidade de supervisão exercer o controlo sobre situações geradoras de imputação de direitos de voto que os mesmos possam eventualmente implicar, designadamente quando por qualquer razão forem constitutivos de deveres de informação. Trata-se aliás de uma obrigação extensível a quaisquer outros acordos cuja validade a CMVM entenda questionar, caso tome conhecimento da existência de quaisquer acordos não tornados públicos que considere relevantes para o controlo da gestão da sociedade emitente. Além disso, e na medida em que tais acordos possam influir de maneira relevante sobre o domínio da sociedade visada, a CMVM poderá ainda determinar que os contraentes procedam, no todo ou em parte, à sua publicação⁷⁴.

O incumprimento da obrigação de proceder à comunicação dos referidos acordos parassociais tem como consequência a anulabilidade das deliberações tomadas com base nos votos expressos em execução de tais acordos, salvo se for feita a prova de que tais deliberações teriam sido adoptadas sem aqueles votos⁷⁵.

O enfoque dado pelo legislador aos acordos parassociais obrigando à sua divulgação, prende-se com a sua evidente susceptibilidade de influenciar o controlo das sociedades abertas. Daí que a regulamentação em causa tenha essencialmente em vista a salvaguarda dos princípios da igualdade de tratamento dos investidores e da transparência, sem ao mesmo tempo ofender desnecessariamente a autonomia privada dos sócios outorgantes de tais acordos na auto regulamentação dos seus interesses⁷⁶.

Sem pretender entrar em grandes desenvolvimentos que ultrapassariam largamente o âmbito deste estudo, não podemos deixar de referir que esta disposição apresenta dificuldades que têm a ver com a sua concatenação com a disciplina contida nos artigos 16º, 20º e 21º do CVM. Isto porque, se é verdade que por um lado, as soluções para situações de falta de transparência previstas para a aquisição de participações qualificadas e para os acordos parassociais são diferentes entre si, não é menos certo que os próprios acordos parassociais podem fundamentar uma imputação de direitos de voto ao abrigo do artigo 20º, caindo portanto no âmbito de abrangência do dever de comunicação de participações

⁷⁴ Cfr. nº. 2 do citado artigo 19º do CVM.

⁷⁵ Cfr. nº. 3 do citado artigo 19º do CVM.

⁷⁶ JORGE MAGALHÃES CORREIA, “*Notas breves sobre o regime dos acordos parassociais nas sociedades cotadas*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 15, 2002, p. 91 e segs.

qualificadas previsto no artigo 16º do CVM. Por outras palavras, o normativo em vigor apresenta consequências diferentes para situações de falta de transparência, aplicáveis a realidades potencialmente coincidentes. Parece-nos que podem aqui surgir dois tipos de problemas: um ao nível da compatibilização das cominações previstas — a da suspensão do exercício de direitos inerentes à participação social em causa, e a da eficácia relativa das deliberações tomadas com base em votos cujo exercício encontra-se condicionado por acordo parassocial — e outro ao nível dos possíveis expedientes encontrados pelos outorgantes de tais acordos para se prevalecerem do regime menos gravoso ou mais conveniente, sendo certo que contrariamente ao que acontece com os acordos parassociais, os outorgantes de outros acordos que impliquem imputação de direitos de voto em sociedades abertas não carecem, em princípio⁷⁷ de participar à CMVM os texto integral dos acordos abrangidos.

14. Os deveres de informação permanente relativos a entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado

Como atrás referimos, as entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas a um maior grau de exigência quanto aos deveres destinados a assegurar uma informação permanente, dada a maior exposição do seu capital face ao público investidor. Este aspecto reflecte-se essencialmente por um lado, na maior diversidade de conteúdos da informação a prestar por estas entidades, e por outro, na intensificação do acompanhamento que a CMVM sobre elas exerce relativamente ao respectivo cumprimento.

De facto, a par dos deveres de informação *ocasional*, estas entidades estão sujeitas a especiais deveres de informação *permanente* que se materializam quer em obrigações de prestar *informação periódica*, essencialmente relativa à sua actividade e resultados e exigível em datas ou intervalos específicos de tempo,

⁷⁷ Nos termos do n.º 4 do artigo 16º do CVM, com a redacção que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 61/2002 de 20 de Março, uma vez que a CMVM pode considerar que não se encontra cumprido o referido dever de comunicação “*de forma cabal*”. No entanto, cfr. igualmente alínea d) do n.º 1 do artigo 359º e alínea a) do n.º 2 do artigo 361 do CVM.

quer na permanente sujeição a *deveres contínuos* de divulgação de toda a informação abrangida por um critério geral de relevância.

A segunda nota saliente quanto ao quadro de deveres de informação que estão a cargo destas entidades, é a circunstância de o seu cumprimento dever ser sempre precedido do envio de todos os documentos e informações a que dizem respeito à CMVM e à entidade gestora do mercado regulamentado em que os valores mobiliários por si emitidos estejam admitidos à negociação⁷⁸. A CMVM tem aliás o dever de, caso por qualquer razão tenha conhecimento do incumprimento dos deveres de informação a que estas entidades estão obrigadas, interpelá-las tendo em vista o cumprimento das disposições legais ou regulamentares não acatadas e, sendo caso disso, proceder à publicação dessas informações, a expensas daquelas⁷⁹.

A) Os deveres de prestar informação periódica

No que se refere aos deveres das entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa, de proceder à divulgação periódica dos documentos de prestação de contas anuais, devem os mesmos ser cumpridos mediante a sua publicação, *logo que possível e o mais tardar até 30 dias após a sua aprovação*. Estes documentos devem ser acompanhados por relatório elaborado por auditor registado na CMVM, relatório esse que deverá *conter uma opinião relativa às previsões sobre a evolução dos negócios e da situação económica e financeira* contidas nos referidos documentos de prestação de contas, bem como os *elementos correspondentes à certificação legal de contas, no caso de esta não ser exigida por outra norma ou de não ter sido elaborada por auditor registado na CMVM*⁸⁰. De qualquer modo, caso a CMVM considere que os elementos publicados sejam insuficientes para conferir uma imagem exacta do património, da situação financeira e dos resultados da sociedade emitente, poderá ainda ordenar a publicação das informações complementares que para o efeito entenda necessárias⁸¹.

⁷⁸ Cfr. n.º 1 do artigo 244º do CVM.

⁷⁹ Cfr. n.º 4 do artigo 244º do CVM.

⁸⁰ Cfr. n.ºs. 1 e 2 do artigo 245º do CVM.

⁸¹ Cfr. n.º 4 do artigo 245º do CVM.

Logo que estes documentos sejam colocados à disposição dos accionistas, o emitente deverá proceder ao seu envio à CMVM e à entidade gestora de bolsa⁸², que assim têm um acompanhamento *em tempo real* da evolução do grau de esclarecimento dos investidores, e ficam habilitadas a verificar as repercussões que a libertação da informação vai tendo sobre o volume de transacções e os preços praticados no mercado.

Outro dever informativo que decorre para os emitentes de valores mobiliários cotados em bolsa consiste na obrigação de publicar a informação relativa à actividade e resultados do primeiro semestre do exercício, até três meses após o seu termo⁸³. Como esclarece o n.º 2 do artigo 246º do CVM, a finalidade da divulgação de informação semestral prende-se com a necessidade de facultar aos investidores elementos que lhes permitam formar juízos fundamentados sobre a evolução da actividade e dos resultados da sociedade desde o termo do exercício anterior, bem como, na medida do possível, a evolução previsível do exercício em curso. Estes são aliás os objectivos que presidem em geral à instituição dos deveres de informação periódica incidentes sobre as sociedades cotadas em bolsa. No entanto, pretende-se aqui assegurar um ainda maior grau de actualização da informação relevante sobre as entidades emitentes, que além de permitir a comparação dos elementos apresentados com os correspondentes do ano anterior, faculta aos investidores a possibilidade de detecção de eventuais factores específicos que tenham influenciado a actividade e resultados da actividade emitente, colocando a informação financeira divulgada em perspectiva.

Refira-se ainda a este propósito, que as entidades emitentes de acções admitidas à negociação no mercado de cotações oficiais estão ainda sujeitas à obrigação adicional prevista no artigo 8º do Regulamento n.º. 11/2000 de divulgar trimestralmente informação relativa à sua actividade, resultados e situação económica e financeira.

⁸² Cfr. n.º. 5 do artigo 245º do CVM.

⁸³ Em particular, a informação semestral deverá conter, nos termos do n.º. 1 do artigo 246º do CVM, o montante líquido do volume de negócios, o resultado apurado antes ou depois de deduzida a carga fiscal expectável, e o texto integral do relatório de auditor registado na CMVM, bem como com os exigidos pelo n.º. 1 do artigo 7º do Regulamento n.º. 11/2000.

B) O dever de divulgação sobre aspectos relacionados com o governo das sociedades cotadas

Estreitamente conexas com a informação periódica relativa à actividade e resultados das entidades emitentes de valores mobiliários cotados em bolsa, é a obrigatoriedade de estas divulgarem o grau de cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas. Trata-se de uma obrigação que apresenta particularidades merecedoras de uma atenção especial, desde logo pela diferente função que este dever de informar desempenha no esclarecimento dos investidores quanto às políticas de gestão e transparência adoptadas pelo emitente.

A obrigatoriedade de divulgar o relatório de governança societária assume uma particular relevância pelas especiais obrigações que implica para os executivos das entidades abrangidas e explica-se pela verificação de um fenómeno de separação entre a titularidade e o controlo, que conduz ao apagamento da figura do investidor como sujeito detentor de um complexo de direitos subjectivos sobre a sociedade. Este fenómeno de desagregação emerge do progressivo franqueamento do capital das sociedades modernas perante o público investidor, com a consequente dispersão das participações de capital de modo a que uma minoria possa por si só exercer uma influência relevante sobre o controlo, mas também pelas amplas competências que o órgão de administração assume na condução dos seus negócios e na definição das suas estratégias futuras⁸⁴. Apesar de decorrer da natural dispersão do capital provocada pela colocação em mercado, este fenómeno reclama uma especial atenção por parte do legislador, designadamente através de esquemas de responsabilização dos administradores e de protecção dos investidores que, enquanto sócios, vêm afectados os seus poderes de soberania⁸⁵.

⁸⁴ Cfr. artigo 405º e 406º do CSC. Isto decorre da falta de coincidência de objectivos entre uns e outros, e é susceptível de produzir três tipos de conflitos de interesses: os gestores podem votar para si próprios elevadas remunerações; têm tendência para investir em detrimento da distribuição de resultados; e privilegiam a manutenção da actividade da empresa ainda que com prejuízo da racionalidade económica. Cfr. PAUL A. SAMUELSON e WILLIAM D. NORDHAUS, in “*Economia*”, 16ª Edição, p. 177.

⁸⁵ Sobre o tema, cfr. PAULO CÂMARA “*O Governo...*”, ob. cit., p. 46 e segs., *maxime* p. 47-49, chamando à atenção para os chamados *agency problems* e focando a inexistência entre nós de uma cultura de responsabilização dos titulares de órgãos de administração por actos praticados em matéria de gestão.

No entanto, a necessidade de viabilização de uma gestão flexível e eficaz destas sociedades desaconselha uma intervenção ao nível do incremento do protagonismo dos sócios no desenrolar dos seus negócios mediante o aumento de competências da assembleia geral, o que seria potencialmente dissuasor do investimento e prejudicial para a sua gestão. Nesta medida, importa que os meios para o efectivo exercício da soberania dos investidores sobre as entidades emitentes sejam assegurados através do acesso a informações completas e actualizadas sobre as políticas de governo adoptadas pelos respectivos órgãos de administração⁸⁶.

Tendo em vista combater estes fenómenos e em parte impelidos por fenómenos de internacionalização⁸⁷ foram entre nós aprovados em 1999, as *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*⁸⁸, onde aquela entidade divulga os seus entendimentos sobre práticas desejáveis em matéria de administração das sociedades cotadas, recomendando que os emitentes informem o mercado do grau de cumprimento das mesmas. O passo seguinte no processo da sua implementação no nosso ordenamento jurídico foi o de aprovar o Regulamento nº. 7/2001, através do qual procedeu-se à publicação de um modelo de relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas e à consagração do dever destas sociedades de divulgar aspectos ligados à sua direcção e controlo,

⁸⁶ Como chama à atenção ANTÓNIO BORGES na sua intervenção na conferência “*Os Novos Desafios para o Mercado de Capitais*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 10, 2001, p. 107 e segs., ao referir que “*o verdadeiro papel do mercado de capitais é ser uma fonte muito importante de racionalidade económica, de disciplina, de exigência, no que respeita ao desempenho das empresas. Um mercado eficaz é um mercado que exige que o capital seja bem empregue, que o capital tenha rentabilidade elevada, é um mercado que recompensa as aplicações correctas de capital e penaliza, sanciona aquelas que estão erradas. (...) Portanto o que está em causa num verdadeiro mercado de capitais é justamente a soberania dos accionistas, a capacidade que os accionistas têm de mandar na economia, de mandar nas empresas e de justamente decidirem quem é que gere bem e quem é que gere mal as empresas e portanto recompensarem, apoiarem, investirem nas empresas bem geridas e retirarem o seu capital e sancionarem as empresas mal geridas.*”.

⁸⁷ Como explica PAULO CÂMARA, “*Códigos de Governo das Sociedades*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº. 15, 2002, p. 65 e segs..

O modo de implementação dos códigos de governo das sociedades constitui um fenómeno curioso de simbiose com as forças do mercado: institui-se uma cartilha de práticas societárias apresentadas junto do público como um conjunto de comportamentos desejáveis e reveladores de uma gestão sã e prudente ao mais alto nível. A intenção é conduzir os investidores, designadamente os institucionais a adoptar como critério adicional nas suas escolhas de investimento ou de desinvestimento, o grau ou o estilo de observância das regras de governo, sancionando onde a mesma não se apresente satisfatória. Paralelamente, temos os membros do conselho de administração das sociedades cotadas que passam a poder ver os referidos códigos de governo como possíveis formas de fazer passar publicamente uma imagem de credibilidade e competência.

⁸⁸ Estas recomendações foram recentemente alteradas em Novembro de 2003.

instituindo a obrigatoriedade da publicação, em anexo próprio aos documentos de prestação de contas, de elementos relacionados com a sua administração, com expressa indicação do grau de adesão à cartilha de governo, incluindo, no que diz respeito às regras não acatadas, os fundamentos para a sua inobservância.

A divulgação do nível de conformação com as recomendações sobre o governo das sociedades cotadas afasta-se das obrigações de facultar informação actualizada sobre a evolução dos negócios da sociedade emitente desde logo pelo seu conteúdo, por versar sobre diferentes aspectos relacionados com a estrutura e actuação dos seus órgãos, a forma de participação dos investidores nas assembleias gerais da sociedades, a existência de situações potencialmente geradoras de conflitos de interesses e até de procedimentos internos de controlo, tudo isto no sentido de uma efectiva aproximação e abertura para com os titulares do capital. Seja como for, a abordagem indicada elevou a deveres de informação periódica a revelação junto do público de diversa informação, de entre a qual contam-se informações sobre organização interna, sistema de controlo de riscos, processos de gestão, evolução das cotações e política de distribuição de dividendos. Adicionalmente, com a entrada em vigor do Regulamento nº. 11/2003, foram reorganizadas algumas matérias e imposta a todas as entidades abrangidas a obrigatoriedade de divulgação da remuneração paga aos auditores e a permanente disponibilização de determinadas informações em sítio próprio na Internet⁸⁹.

C) O dever contínuo de prestar informação relevante

As entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado estão ainda obrigadas a proceder à divulgação de *quaisquer factos ocorridos na sua esfera de actividade que não sejam do conhecimento público e que, devido à sua incidência sobre a situação patrimonial ou financeira ou sobre o andamento normal dos seus negócios, sejam susceptíveis de influir de maneira relevante no preço das acções*⁹⁰.

⁸⁹ Cfr. artigos 2º e 3º do Regulamento nº. 11/2003.

⁹⁰ Cfr. nº. 1 do artigo 248º do CVM. No caso de se tratar de entidade emitente de valores mobiliários representativos de dívida, o facto relevante será aquele que, nos termos do nº. 2 do mesmo artigo, seja susceptível de afectar de maneira relevante a capacidade da entidade emitente cumprir os seus compromissos. Sobre este tema, veja-se ainda o artigo publicado por GONÇALO

Este dever de informação encontra-se previsto com recurso a conceitos indeterminados sob a forma de uma *catch all provision*, apresentando um carácter subsidiário em relação às demais situações subsumíveis às disposições legais estatuidoras de deveres de informação⁹¹. Deste modo, visa abarcar circunstâncias ou factos susceptíveis de alterar o curso normal da oferta e da procura, em que a divulgação de informação que importa fornecer tempestivamente aos investidores não se encontra assegurada por qualquer um dos demais mecanismos previstos na Lei⁹². No entanto, há que interpretar esta norma com o máximo de cuidado de forma a afastar a incerteza por parte das entidades sujeitas a este dever, e de salvaguardar o máximo grau de segurança jurídica na sua aplicação.

Decompondo agora os diversos elementos de que se compõe a previsão do normativo sob análise, verificamos que é feito apelo à existência de um *facto ocorrido*, ou seja, de um determinado facto definitivo, o que bem se compreende tendo em vista evitar a formação de juízos de especulação sobre a informação divulgada. A exigência de que o facto seja definitivo, afasta em princípio quaisquer etapas preliminares no seu processo de formação, pelo menos *enquanto permanecer o sigilo entre as partes intervenientes no respectivo processo*⁹³.

CASTILHO DOS SANTOS “O Dever dos Emitentes de Valores Mobiliários Admitidos à Negociação em Bolsa de Informar sobre Factos Relevantes” in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 2002, 15, p. 27 e segs.

⁹¹ Cfr. designadamente, os deveres de prestar as informações consignadas no artigo 249º, como sejam as de comunicar à CMVM e à entidade gestora da bolsa elementos sobre a alteração dos seus estatutos, bem como de promover à divulgação imediata junto do público de determinados factos específicos directamente relacionados com o exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários por si emitidos.

O que se pretende com a instituição deste dever é a divulgação de aspectos susceptíveis de influir nas cotações e não, como é óbvio, a qualificação jurídica que o emitente faz desses factos, pelo que qualquer facto relevante que esteja abrangido por um dever autónomo de divulgação incidente sobre a entidade emitente não carece de nova divulgação, a menos que caia no âmbito do nº. 3 do artigo 248º do CVM, por se tratar de informação que não seja completa, verdadeira, clara e objectiva.

⁹² Diferentemente do que sucede noutros países, como é o caso do Estados Unidos, a abordagem adoptada pelo legislador português foi a de recorrer a uma prescrição genérica segundo um critério de relevância. Esta opção surge no entanto mitigada pela lista de factos potencialmente relevantes anexa aos citados “Entendimentos...”, de Julho de 2000, e que se reveste de natureza meramente indicativa.

⁹³ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, “Entendimentos...”, Julho de 2000, 2.1.. A par do esclarecimento que é feito nestes entendimentos quer quanto ao conteúdo da norma que estabelece o dever de divulgação de informação considerada relevante, quer no que diz respeito aos procedimentos a adoptar e às sanções aplicáveis, é apresentada em anexo uma lista de exemplos de factos que no entender da CMVM são potencialmente relevantes. Entre tais factos encontramos, entre outros: acordos de cooperação, fusão, cisão ou transformação da entidade emitente ou de outras entidades que integrem o seu grupo económico, a adopção de quaisquer medidas de reestruturação do passivo, a verificação de inovações tecnológicas, sinistros, litígios.

Há que igualmente chamar à atenção de que, sendo o evento potencialmente enquadrável no conceito de facto relevante, muitas vezes composto por diversos acontecimentos preliminares, pode suceder que a obrigação de divulgar se verifique antes de consumado o seu processo de formação, inclusivamente pela circunstância de um desses factos preparatórios ou instrumentais consubstanciar-se, ele próprio, com um facto relevante.

Assim, a determinação do momento a partir do qual deve considerar-se verificado um facto relevante, há que distinguir as decisões formais que no âmbito do seu processo de formação são tomadas pelos órgãos sociais do emitente, daquelas que estando igualmente inseridas no processo de formação de um facto relevante não sejam adoptadas formalmente, mas apenas surgindo como integradas no âmbito da gestão empresarial corrente da entidade emitente. Quanto às primeiras, e a menos que tais decisões possam ser autonomamente consideradas como factos relevantes, o dever de informação por facto relevante apenas poderá existir — dependendo da verificação dos demais requisitos — caso tais decisões versem sobre o desfecho do processo⁹⁴. Caso pelo contrário, as decisões formalmente tomadas no âmbito do processo de formação de um facto relevante, não versem ou não deixem antever qual o seu desfecho, servindo apenas para deliberar sobre questões preliminares, o dever de informação não existirá⁹⁵.

No que respeita às decisões tomadas informalmente pelos membros dos órgãos sociais do emitente no âmbito do processo de formação de um facto relevante, ou seja, aquelas que sendo embora integradas na gestão empresarial da sua actividade, não deixem no entanto antever tratarem-se preliminares de um facto que se prevê possa vir a ser enquadrado como facto relevante, a ocorrência de um facto definitivo para efeitos da sua subsunção à norma sob análise apenas terá lugar quando houver quebra ou levantamento do sigilo observado pelas partes intervenientes. Isto para proteger o mercado das contingências e instabilidades próprias de um processo negocial em curso, porquanto é tão prejudicial ao

Esta posição da entidade de supervisão nacional está de acordo com o entendimento da INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (OICV - IOSCO), nos seus “*Principles...*”, ob. cit., p. 5.

⁹⁴ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, “*Entendimentos...*”, cit., 2.1..

⁹⁵ Isto repita-se, enquanto se mantiver o sigilo entre as partes intervenientes no respectivo processo e a menos que estas questões prévias preparatórias ou instrumentais possam autonomamente ser consideradas por si sós com factos relevantes.

mercado a divulgação de factos artificiais e contingentes, geradoras de expectativas muitas vezes infundadas⁹⁶, quanto a não divulgação de factos definitivos ocorridos na esfera do emitente, potencialmente susceptíveis de influir relevantemente no preço dos valores mobiliários por ela emitidos⁹⁷.

Por outro lado, exige-se que o facto ocorrido tenha lugar no âmbito da *esfera de actividade* da entidade emitente. Quanto a este aspecto, verifica-se que a norma delimita com esta expressão o seu espaço de incidência aos factos potencialmente relevantes que tenham tido uma consequência concreta no âmbito da esfera de actividade do emitente, independentemente da causa externa ou interna que lhe tenha dado origem⁹⁸. Isto explica-se não apenas pela circunstância de se pretender salvaguardar o mínimo lapso de tempo possível entre o momento da verificação do facto e o da sua divulgação, fazendo o mesmo incidir sobre a entidade com a melhor acessibilidade subjectiva à informação, e que por conseguinte se encontra nas melhores condições para proceder à sua divulgação no mercado, mas também por um critério de razoabilidade em não impor às entidades emitentes deveres de informação sobre factos ocorridos fora dessa esfera de actividade, como acontecia no âmbito do anterior código.

Outro aspecto da informação abrangida por este dever é a circunstância de ela apenas incidir sobre factos *que não sejam do conhecimento público*, o que bem se compreende dado que a informação já conhecida pode considerar-se assimilada pelo mercado, reflectindo-se nos preços dos activos a que diz respeito. Assim, e à luz de um princípio de confiança relativamente ao conhecimento dos

⁹⁶ Pois podem tornar-se naquilo que é conhecido como *self-fulfilling prophecy*, ou seja, a profecia que se cumpre a si mesma.

⁹⁷ No entanto, cita-se a este respeito GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS que refere ser “*impressiva, em suma, a complexidade inerente às situações estudadas. Porventura, porque se congregam nesta questão não só o equilíbrio problemático entre sociedade cotada, mercado de valores mobiliários e regime societário, mas também uma componente simultaneamente extra-societária (negociações e reflexo junto do público investidor) e intra-societária (distribuição de competências, direitos das minorias, etc.)*.” (“O Dever ...” in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 2002, 15, p. 37).

⁹⁸ Esta opção afasta o dever de as entidades emitentes procederem à divulgação por qualquer facto relevante ocorrido na sua situação económica e financeira, como sucedia com a previsão da alínea a) do n.º 1 do artigo 344º do anterior Código do Mercado dos Valores Mobiliários, seria altamente oneroso para as entidades a ele obrigadas. Insurgindo-se com a excessiva latitude do dever que impedia sobre as entidades emitentes, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A informação...”, ob. cit., p. 347, referiu com razão que “*deve ter-se presente que a informação tem custos e que um sobredimensionamento destes redundaria em prejuízo da eficiência pretendida, em detrimento dos investidores, das entidades emitentes e da economia em geral. Não há mercados sem investidores, mas também não os há sem entidades emitentes*.”.

investidores e demais agentes que operam no mercado de capitais, quanto à informação previamente tornada pública, não se justificará onerar o emitente com acrescidos deveres de informação.

Finalmente, para que seja constitutivo deste dever o facto em causa deverá revelar-se susceptível de, *devido à sua incidência sobre a situação patrimonial ou financeira* do emitente ou sobre o *andamento normal dos seus negócios, influir de maneira relevante no preço das acções por si emitidas* ou sobre a *capacidade de cumprir os seus compromissos*. O juízo de prognose a que esta norma faz apelo refere-se, não só à incidência do facto sobre a situação económico-financeira do emitente, como ainda sobre o andamento normal dos seus negócios, o que se explica pela circunstância de que nem todos os factos susceptíveis de influir na avaliação que os investidores fazem dos seus activos apresentam uma incidência directa ou imediata sobre a sua situação económico-financeira, reflectida designadamente nos seus documentos de prestação de contas.

Quanto ao requisito da influência relevante que o facto deverá ter no preço das acções, tem aqui apenas em vista afastar os factos susceptíveis de apenas produzir variações diminutas nos preços, sem apresentar uma expressão real do ponto de vista económico. Onde, o emitente divulgará os factos que, encontrando-se nas condições acima descritas, tenham um impacto de tal ordem na sua própria actividade ou na sua situação económico-financeira, que sejam aptos a afectar substancialmente⁹⁹ os direitos e as expectativas dos investidores quanto aos valores mobiliários por si emitidos. Dado que o que é substancial para uns não o é para outros, e tendo em conta o conjunto de interesses tutelados pelas normas instituidoras destes deveres¹⁰⁰, deverá entender-se como tal o facto que, encontrando-se nas circunstâncias acima descritas, seja susceptível de influir na apreciação económica que um investidor não institucional médio faz dos activos onde coloca o seu aforro.

Mais estabelece a norma sob análise que *a prestação de informação sobre factos relevantes que não seja completa, verdadeira, clara e objectiva é*

⁹⁹ Como critério para determinar a existência ou não de uma influência “material”, o *Supreme Court* norte-americano instituiu no caso *TSC Industries, Inc. V. Northway, Inc.*, o critério segundo o qual um facto é relevante quando existir uma forte probabilidade de que um *reasonable investor* caracterizasse a revelação do facto omitido como alterador da “mistura total” (*total mix*) das informações disponíveis sobre os valores mobiliários em causa.

¹⁰⁰ Cfr. *supra*, III, n.º 9.

*considerada facto relevante*¹⁰¹. Este dispositivo visa compelir as entidades emitentes a corrigirem as informações por si disponibilizadas sobre factos relevantes, eliminando eventuais deficiências e dotando-as, ainda que *a posteriori*, dos padrões de qualidade da informação exigidos no mercado.

A obrigação de divulgação imediata de informação sobre factos relevantes por parte das entidades emitentes deverá ser cumprida após a sua comunicação tempestiva à entidade gestora da bolsa e à CMVM, que promove a divulgação do facto através do sistema de difusão de informação de que dispõe, antes de a qualquer outro meio de comunicação¹⁰². A divulgação destes factos deve ainda ser levada a cabo fora do horário de funcionamento da bolsa, a menos que a CMVM autorize expressamente, após devidamente ponderados os interesses da sociedade emitente e os do próprio mercado¹⁰³.

Refira-se ainda que ao contrário do que sucedia com o anterior Código do Mercado dos Valores Mobiliários, a CMVM possui a faculdade de dispensar as entidades emitentes sujeitas aos deveres acrescidos de informação decorrentes da admissão à negociação em mercado regulamentado, por entender verificar-se em concreto uma limitação desproporcionada de outros interesses atendíveis, como é o caso dos legítimos interesses do emitente¹⁰⁴.

VI. OUTROS SUJEITOS PASSIVOS DO DEVER DE INFORMAR

15. A informação a prestar por intermediários financeiros

Outro grupo de sujeitos actuates no mercado que estão igualmente sujeitos a relevantíssimos deveres de manter o mercado permanentemente

¹⁰¹ Cfr. n.º 3 do artigo 248º do CVM.

¹⁰² Cfr. n.º 1 do artigo 1º-A do Regulamento n.º 11/2000, com a redacção que lhe foi dada pelo Regulamento n.º 24/2000. Nos termos do n.º 2 deste artigo, a entidade emitente deve guardar segredo sobre a existência de facto relevante até que a sua divulgação seja feita através do sistema de difusão da CMVM, após o que a divulgação do facto relevante pode realizar-se através de outros meios de comunicação.

¹⁰³ Cfr. n.º 3 do artigo 1º-A do citado Regulamento.

¹⁰⁴ Cfr. artigo 250º do CVM. Nos restantes casos, a dispensa poderá ser concedida quando a publicação de informação *seja contrária ao interesse público e possa causar prejuízo grave para o emitente, desde que a ausência de publicação não seja de molde a induzir o público em erro sobre factos e circunstâncias essenciais para a avaliação dos valores mobiliários*, ou seja, grosso modo, desde que não se trate de factos relevantes.

informado, são os intermediários financeiros. É que ao invés da informação que se encontra a cargo das entidades emitentes durante o início e o desenvolvimento da vida dos valores mobiliários, temos a jusante a informação a cargo dos intermediários financeiros que intervêm aquando da sua transacção no mercado, como agentes esclarecedores dos actuais ou potenciais investidores. Por outras palavras, trata-se aqui não de assegurar informação actuando a partir da *fonte*, mas sim orientar a actividade daqueles que operam *no fim da linha*, oferecendo ao investidor precisamente aquilo que o mercado tem para lhes dar.

A actividade de intermediação financeira¹⁰⁵ em valores mobiliários consiste, numa acepção ampla, no conjunto de actividades que se dirigem ao relacionamento da oferta e da procura em valores mobiliários. O exercício das funções próprias dos intermediários financeiros implica naturalmente um constante acompanhamento que se traduz em assegurar continuamente todo o tipo de serviços relacionados com o investimento em valores mobiliários, e que se consubstanciam designadamente na prestação de assistência financeira, na prospecção de investidores e de clientes, e na prestação de diversas informações quer no que diz respeito ao conteúdo das operações a realizar, quer quanto ao comportamento dos valores mobiliários disponíveis no mercado.

Pode portanto dizer-se que, na medida em que o intermediário financeiro se apresenta perante o público como *a face do mercado*, o desempenho da sua actividade apresenta consequências evidentemente repercutíveis quer na protecção dos investidores, quer no funcionamento do próprio mercado¹⁰⁶. Daí que o

¹⁰⁵ Trata-se de uma actividade que apenas pode ser exercida profissionalmente por determinadas entidades registadas na CMVM (cfr. n.º. 1 do artigo 295º do CVM). Essas entidades são, nos termos do n.º. 1 do artigo 293º, além das entidades gestoras de instituições de investimento colectivo autorizadas a exercer essa actividade em Portugal, as instituições de crédito, e as empresas de investimento em valores mobiliários que estejam autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal, que tanto podem ser sociedades corretoras (brokers), sociedades financeiras de corretagem (dealers), sociedades de patrimónios, bem como outras sociedades que como tal sejam qualificadas por Lei, ou que não sendo instituições de crédito, estejam autorizadas a prestar algum dos serviços de investimento em valores mobiliários a título principal e profissional. As actividades concretamente prosseguidas por estas entidades são os serviços de investimento em valores mobiliários, que englobam entre outras, as funções de recepção, de transmissão e de execução de ordens de investimento por conta de outrem, a gestão de carteiras e a colocação em ofertas públicas de distribuição, e os serviços auxiliares dos serviços de investimento, entre os quais se incluem o registo e depósito de valores mobiliários, a consultoria para investimento e a assistência em ofertas públicas (cfr. , n.º. 1 do artigo 289º e artigo 291º do CVM).

¹⁰⁶ Refira-se a propósito que a negociação em mercado regulamentado é necessariamente efectuada através dos seus membros, nos termos dos n.ºs. 1 e 2 do artigo 203º do CVM.

legislador tenha entendido prestar especial atenção a esta actividade, estabelecendo a obrigatoriedade de por via da mesma serem assegurados elevados níveis de aptidão profissional, observando-se os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência¹⁰⁷. Acresce ainda a específica consagração legal da responsabilidade dos intermediários financeiros de orientarem a sua actividade no sentido da protecção dos legítimos interesses dos seus clientes e da eficiência do mercado¹⁰⁸.

Os deveres de informação a que estão sujeitos os intermediários financeiros passam por conseguinte pela recolha, verificação e fornecimento da informação necessária a uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada por parte dos seus clientes, mas também pelo suprimento de eventuais insuficiências nos níveis de ciência e de experiência dos seus clientes, geradoras de desníveis na acessibilidade subjectiva da informação¹⁰⁹. Sinal disto é o que dispõe a norma lapidar contida no n.º 2 do artigo 312º nos termos da qual *a extensão e a profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente*. Para o efeito, o intermediário deve, ao abrigo da regra *know your customer*¹¹⁰, conhecer o seu cliente a ponto de saber na medida do que for necessário para o cumprimento dos seus deveres, qual a sua situação financeira, a sua experiência em matéria de investimentos e inclusivamente os próprios objectivos que prossegue através dos serviços a prestar.

Podemos no entanto distinguir os deveres gerais de acessoria na tomada de decisão por parte do seu cliente, por natureza prévios à realização das operações a que a intermediação se refere¹¹¹, e os deveres emergentes da realização de uma operação por si intermediada, relativos a todos aspectos relacionados com a sua execução, resultados e sobre a ocorrência de quaisquer circunstâncias que possam afectar a posição do seu cliente justificando a modificação das instruções recebidas do seu cliente¹¹².

¹⁰⁷ Cfr. n.º 1 do artigo 305º e n.º 2 do artigo 304º do CVM, juntamente com o disposto nos artigos 32º e seguintes do Regulamento n.º 12/2000.

¹⁰⁸ Cfr. n.º 1 do artigo 304º do CVM.

¹⁰⁹ Cfr. os artigos 38º e segs. do Regulamento n.º 12/2000, que concretizam os deveres de informação a cargo dos intermediários financeiros.

¹¹⁰ Consagrada no n.º 3 do artigo 304º do CVM.

¹¹¹ Cfr. n.º 1 do artigo 312º do CVM.

¹¹² Cfr. artigo 323º do CVM.

Significa isto que no que toca à informação, a intervenção do intermediário financeiro é vista pelo legislador como uma peça fundamental para a conformação da informação existente no mercado com as especiais características de ciência e de experiência de cada investidor individualmente considerado, cabendo-lhe portanto a responsabilidade de colmatar as eventuais insuficiências que a informação disponível pontualmente apresente perante cada investidor, designadamente perante aqueles que estejam menos preparados para tomar decisões de investimento responsáveis e esclarecidas.

Não deverá deixar de se acentuar, para se ter na devida conta a especial relevância que o legislador atribui ao papel dos intermediários financeiros, em especial no que diz respeito ao cumprimento das suas obrigações de prestar informação, a presunção de culpa que sobre si impende em sede de responsabilidade civil, *quando o dano seja causado no âmbito de obrigações contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação*¹¹³.

16. A informação a prestar pelas entidades gestoras de mercados regulamentados

As entidades gestoras de mercados regulamentados são entidades a quem compete a gestão de bolsas ou de outros mercados regulamentados e a definição das regras necessárias ao seu bom funcionamento de acordo com a respectiva legislação, a admissão dos membros através dos quais a negociação se processa e a definição do elenco das operações realizáveis nesses mercados¹¹⁴. No exercício das suas funções a entidade gestora pode ainda prestar serviços relacionados com a emissão e a negociação de valores mobiliários que não constituam actividade de intermediação e ordenar a admissão de valores mobiliários no mercado, bem como a sua suspensão ou exclusão¹¹⁵.

¹¹³ Cfr. n.º 2 do artigo 314º do CVM.

¹¹⁴ Cfr. artigo 2º do Decreto-Lei n.º 394/99 de 13 de Outubro, n.º 1 do artigo 201º, n.º 4 do artigo 203º e n.º 1 do artigo 204º do CVM.

¹¹⁵ Cfr. alínea c) do artigo 2º do Decreto-Lei n.º 394/99 de 13 de Outubro, e artigos 205º, 206º e 207º do CVM.

Os deveres de informação permanente a que destas entidades estão sujeitas são deveres que se confinam a determinados factos que tipicamente têm lugar na esfera de actividade dos mercados que se encontram sob a sua alçada, como sejam, os deveres de informar o público sobre os valores mobiliários admitidos à negociação, as operações realizadas e respectivos preços e as comissões por si cobradas no exercício da sua actividade. No entanto, dadas as diferentes características que cada mercado apresenta quer no que diz respeito aos agentes que neles intervêm como investidores, aos valores mobiliários transaccionados e às próprias entidades emitentes, cabe à entidade gestora de cada mercado adequar o conteúdo, os meios e a periodicidade da informação a prestar a essas características, tendo sobretudo em conta o nível de conhecimentos dos investidores e a composição dos vários interesses envolvidos¹¹⁶.

Adicionalmente, a CMVM poderá exigir a prestação de informações complementares por parte da entidade gestora, sempre que entenda que tal se revela necessário à defesa dos investidores¹¹⁷. Somos no entanto de opinião que a este respeito, esta faculdade conferida à CMVM, deverá apenas ser exercida no estrito âmbito dos deveres de informação a que a entidade gestora está obrigada, e não no sentido de permitir a criação de novos deveres de informação a cargo desta entidade. Donde, o acto por intermédio do qual a CMVM exija informações adicionais à entidade gestora não deverá ir além do que exigir a prestação de informações sobre os valores mobiliários admitidos à negociação, das operações realizadas e respectivos preços e das tabelas das comissões por si cobradas.

17. O papel da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Uma palavra final para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários a quem compete promover a eficiência, a equidade, a segurança e a transparência do mercado de valores mobiliários, obedecendo nomeadamente à função que lhe assinala expressamente o Código dos Valores Mobiliários de exercer o *controlo da informação*¹¹⁸. Nessa medida, a entidade de supervisão assegura o acompanhamento dos agentes do mercado garantindo os índices de informação

¹¹⁶ Cfr. n.ºs. 1 e 2 do artigo 202º do CVM.

¹¹⁷ Cfr. n.º. 3 do artigo 202º do CVM.

¹¹⁸ Cfr. alínea c) do artigo 358º do CVM.

adequados ao regular funcionamento do mercado e à defesa dos interesses dos investidores. Para o efeito dispõe de amplas competências de autoridade pública que lhe conferem o poder de adoptar determinados procedimentos de supervisão como sejam, a título exemplificativo¹¹⁹, os de emitir regulamentos de diversa índole, acompanhar de modo contínuo o funcionamento do mercado e a actividade das próprias entidades que nele actuam, fiscalizar o cumprimento da lei e dos regulamentos, e nessa linha de conta, dar ordens, formular recomendações concretas, difundir informações, e instruir processos e punir as infracções que sejam da sua competência.

Pode aliás dizer-se que a plena realização das atribuições da CMVM é inseparável da consagração de um amplo poder de acesso à informação, que é assegurado não apenas por intermédio do conjunto de disposições legais que já obrigam os agentes do mercado a prestar informação à Comissão, mas também a partir dos poderes de investigação que lhe são concedidos, juntamente com a possibilidade do estabelecimento de sistemas de interconexão informativa com outras entidades responsáveis pela supervisão financeira, nacional ou estrangeiras¹²⁰. Naturalmente que de outro modo não poderia suceder, uma vez que não haveria a possibilidade de actuar eficazmente no exercício das suas funções de controlo da informação sem o acesso alargado a uma grande quantidade de elementos informativos.

Outro aspecto em que pode igualmente aferir-se o papel fundamental da CMVM nesta matéria, além do dever de proceder ela própria à publicação das informações a que as entidades emitentes estão obrigadas, em caso de recusa por parte destas¹²¹, é a circunstância de a Comissão dispor da faculdade de, em certas

¹¹⁹ Cfr. artigo 360º do CVM. No que se refere ao exercício desses poderes, encontramos no n.º 2 do artigo 361º do CVM, um elenco de prerrogativas instrumentais de entre as quais destacamos as de poder *exigir quaisquer elementos e informações e examinar livros, registos e documentos, não podendo as entidades supervisionadas invocar o segredo profissional*, tendo-se ainda sentido a necessidade de afirmar expressamente no mesmo artigo, a ressalva de que o seu exercício deve ser levado a cabo *com respeito pela autonomia das entidades sujeitas à sua supervisão*, o que sem dúvida traduz a percepção, por parte do legislador, da enorme amplitude dos poderes de que a Comissão dispõe e da susceptibilidade que uma aplicação desregrada destas disposições poderia ter, de restringir princípios fundamentais que se prendem directamente com a condição inerente à personalidade jurídica das entidades eventualmente visadas pela supervisão.

¹²⁰ Cfr. artigos 355º e 356º do CVM.

¹²¹ Cfr. n.º 4 do artigo 244º do CVM.

situações, dispensar as entidades emitentes do dever de publicação de informações relativas a valores mobiliários por si emitidos¹²².

Note-se ainda que estes poderes de controlo e de averiguação da informação que a CMVM assume devem ser sempre exercidos de harmonia com o princípio da neutralidade, nos termos do qual a sua intervenção deve limitar-se ao necessário para assegurar a qualidade da informação que é disponibilizada no mercado num plano de estrita neutralidade, não lhe cabendo como vimos, garantir o mérito dos investimentos concretamente propostos, nem tão-pouco de dar qualquer orientação susceptível de condicionar as escolhas dos investidores.

No domínio da informação, compete ainda à CMVM fiscalizar o cumprimento da legislação sobre publicidade¹²³ e de promover a repressão de determinados comportamentos sancionados no Código, essencialmente ligados à utilização indevida da informação e à violação de deveres informativos. No âmbito do processo penal relativo a crimes contra o mercado, cabe à CMVM¹²⁴ iniciar e dirigir o processo de averiguações preliminares, e no caso de obtenção de notícia de crime, remeter o processo à autoridade judiciária competente, sendo que no domínio contra-ordenacional, compete em especial à CMVM proceder à instrução de processos, aplicando as respectivas sanções¹²⁵, e eventualmente ordenando, no que diz respeito a material publicitário ilegal, as modificações e rectificações necessárias para pôr termo à ilegalidade e a imediata suspensão da sua divulgação.

Como contrapartida desta concentração de poderes de supervisão, a CMVM tem a seu cargo significativas obrigações de informação permanente. A própria actividade da CMVM está sujeita a regras de publicidade que são designadamente asseguradas pela publicação periódica do seu boletim¹²⁶, onde entre outros, devem figurar os regulamentos e instruções por si emitidas, as suas recomendações e pareceres genéricos, as decisões de autorização, e as decisões de registo e de averbamento ao registo, no caso de este ser público. A CMVM gere

¹²² Cfr. n.º 1 do artigo 250º do CVM.

¹²³ Cfr. artigo 366º do CVM.

¹²⁴ Nos termos do prescrito nos artigos 384º e 386º do CVM.

¹²⁵ No que se refere aos processos de contra-ordenação, os poderes da CMVM são alargados, cabendo-lhe, além de instaurar os correspondentes processos, proceder à aplicação de coimas, sanções acessórias, e medidas de natureza cautelar (cfr. artigo 408º do CVM).

¹²⁶ Cfr. artigo 357º do CVM.

ainda um sistema de difusão de informação respeitante a todos os elementos constantes dos seus registos, a factos relevantes, a participações qualificadas e a documentos de prestação de contas que lhe sejam comunicados¹²⁷. Mas a missão da CMVM neste domínio passa também pela promoção e desenvolvimento do mercado de capitais, patrocinando iniciativas de carácter pedagógico¹²⁸, e fomentando o conhecimento das normas aplicáveis designadamente através da publicação anual do texto actualizado das normas legais e regulamentares relacionadas com as matérias reguladas no Código dos Valores Mobiliários¹²⁹.

Colocam-se hoje à CMVM importantes desafios no domínio da garantia da qualidade da informação, desafios esses que resultam da internacionalização dos mercados financeiros e sobretudo das novas tecnologias de comunicação, e de um modo particular da Internet. Curiosamente, apesar de o preâmbulo do Código fazer uma referência a esta irreversível constatação dos nossos tempos, o seu texto normativo furtou-se a encarar o problema directamente, conformando-se com o elevado grau de imprevisibilidade da sua evolução futura e por considerar que a evolução tecnológica no domínio da informação é de tal forma rápida que não se compadece com um adequado esforço de codificação¹³⁰.

VII. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A rede de deveres de informar no direito dos valores mobiliários é um esquema que tem em vista conciliar os interesses de maximizar a informação disponível em cada momento com o mínimo de custos associados e observando padrões de qualidade mínima constantes. Soluções como o sistema de difusão de informações da CMVM, a obrigatoriedade de criação de gabinetes de apoio ao investidor, de nomeação de representantes das relações para o mercado, de sites

¹²⁷ Cfr. artigo 367º do CVM.

¹²⁸ É ainda no desempenho destas atribuições de carácter pedagógico em relação a todos os intervenientes no mercado, que a CMVM edita ainda algumas brochuras onde apresenta determinados aspectos que revestem interesse para o mercado e que considera merecedoras de um especial cuidado e atenção, e cuja simples publicação no seu Boletim não permitiria a sua adequada divulgação.

¹²⁹ Cfr. artigo 371º do CVM.

¹³⁰ Não obstante, a CMVM tem procurado encarar estes problemas, tendo em Janeiro de 2000 elaborado um conjunto de entendimentos e de recomendações sobre a utilização da Internet, que no essencial vêm reafirmar e explicitar o conteúdo de determinadas regras de informação contidas no código, designadamente no que se refere à sua aplicação às novas tecnologias.

dos emitentes da Internet onde toda a informação obrigatória é tornada disponível, são passos muito significativos no sentido de uma efectiva transparência do mercado de capitais, que devem ser conciliados com a simplificação e clarificação do regulamento sobre cumprimento de deveres de informação.

No entanto, o delinear das normas que regulamentam estes deveres vai surgindo da experiência norte americana, que continua a ser o motor de desenvolvimentos nesta área, e é onde as novas soluções são testadas.

São conhecidas as medidas que neste domínio têm vindo a ser implementadas, essencialmente os regulamentos *Fair Disclosure Act* de Dezembro de 2000 e o *Sarbanes-Oxley Act* de Julho de 2002, com o objectivo de apertar ainda mais o cerco a possíveis práticas fraudulentas que se vieram a verificar, como sucedeu com os escândalos financeiros que abalaram o mercado financeiro norte americano envolvendo empresas como a Enron, World.com e Global Crossing. Ambas pretendem ser uma resposta apta a restabelecer a confiança dos investidores através da reformulação de um sistema que se revelou incapaz de prevenir as referidas práticas fraudulentas.

No domínio comunitário, temos a aprovação da Directiva 2003/6/CE de 28 de Janeiro de 2003 do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação e abuso de mercado e das recentes Directivas da Comissão 2003/124/CE e 2003/125/CE, ambas de 22 de Dezembro de 2003 que vieram estabelecer respectivamente, as medidas de aplicação daquela no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada, à definição de manipulação de mercado e à apresentação de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses. Pelas soluções que consagram, designadamente no que diz respeito às alterações que implicarão no actual conceito de informação relativa a factos relevantes e à instituição de novos deveres de informação relativos à apresentação de recomendações de investimento, estas Directivas estabelecem um regime de carácter marcadamente preventivo, cujo escopo directo é impedir práticas de abuso de mercado sob a forma de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado, através da instituição de obrigações que visam limitar *ex ante*, as possibilidades de utilização de informação privilegiada por parte do círculo reservado de agentes que a ela têm acesso.

Paralelamente, prevê-se ainda para breve a adopção formal da Directiva da Transparência¹³¹ que introduzirá alterações à Directiva 2001/34/CE¹³² actualmente em vigor, incidindo essencialmente sobre os deveres de informação relativos a participações qualificadas, à prestação de informação periódica e ao regime linguístico da informação a disponibilizar por emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados a funcionar no espaço europeu.

As modificações que se avizinham no domínio dos deveres de informação pretendem essencialmente harmonizar os regimes de todos os Estados Membros da União Europeia no sentido de permitir uma maior integração dos mercados europeus de valores mobiliários potenciando, ao assegurar uma adequada tempestividade e comparabilidade da informação disponível, uma efectiva liberdade de circulação de capitais.

Lisboa, 31 de Janeiro de 2004

¹³¹ Estas propostas integram-se num conjunto de medidas consideradas prioritárias para a concretização do mercado único para os meios financeiros através da reforma da legislação no domínio dos mercados de valores mobiliários, delineado no Plano de Acção para os Serviços Financeiros, adoptado pelos Chefes de Estado e de Governo no Conselho Europeu de Lisboa em Março de 2000, o qual foi mais tarde confirmado nas reuniões do Conselho Europeu de Estocolmo e de Barcelona, que tiveram lugar respectivamente em Março de 2001 e em Março de 2002.

¹³² Como refere a proposta de Directiva apresentada pela Comissão Europeia em 26 de Março de 2003, na sua exposição de motivos, “a proposta deverá constituir uma resposta adequada à evolução verificada nos EUA, incluindo a lei Sarbanes-Oxley, com vista à promoção dos mercados de capitais europeus.”.