



COMISSÃO EUROPEIA

Bruxelas, 25.10.2011
SEC(2011) 1280 final

DOCUMENTO DE TRABALHO DOS SERVIÇOS DA COMISSÃO

RESUMO DA AVALIAÇÃO DE IMPACTO

que acompanha o documento

Proposta de

Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, que altera a Directiva 2004/109/CE relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e a Directiva 2007/14/EC

{COM(2011) 683 final}
{SEC(2011) 1279 final}

1. INTRODUÇÃO

Em conformidade com a Directiva Transparência¹ («a directiva»), os emitentes de valores mobiliários negociados em mercados regulamentados da União Europeia devem assegurar aos investidores a transparência adequada, através da comunicação de informações regulamentares² e da respectiva divulgação ao público de toda a UE.

Cinco anos após a entrada em vigor da directiva, a Comissão publicou um Relatório³ de avaliação do impacto da mesma. O Relatório reconheceu utilidade de directiva para um funcionamento adequado e eficiente do mercado, mas sublinhou aspectos que necessitavam de ser melhorados.

Em 2010, a Comissão lançou uma consulta pública acerca da actualização da directiva. Foram levantadas as seguintes questões principais: a atractividade dos mercados regulamentados para os pequenos e médios emitentes («PME») e formas de melhorar o regime das percentagens importantes de direitos de voto.

Os inquiridos no âmbito desta consulta pública manifestaram pontos de vista diversos em relação à possibilidade de melhoria da situação dos PEQUENOS E MÉDIOS EMITENTES através de alterações à Directiva. No que se refere às detenções de direitos de voto, a consulta pública comprovou um acordo generalizado acerca da necessidade de inclusão de um requisito de notificação de detenção de instrumentos derivados liquidados em dinheiro⁴ e de aumentar o nível de harmonização neste domínio. Além disso, foi solicitada uma maior clarificação em determinados domínios técnicos.

Por último, em 2010, a Comissão acordou com o Parlamento Europeu em avaliar a exequibilidade de solicitar a determinadas empresas que revelem informação financeira relativa às suas actividades em países terceiros⁵. Uma avaliação de impacto separada concluiu que a Directiva Transparência e as Directivas contabilísticas⁶ deveriam ser alteradas de modo a incluir um novo requisito nesta matéria.

2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Os problemas identificados no regime existente podem ser agrupados em duas categorias principais: a) pequenos e médios emitentes; e b) os requisitos relacionados com a notificação de percentagens importantes de direitos de voto.

¹ Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004.

² O termo informação regulamentada inclui informação financeira anual, semestral e trimestral, informação corrente relativa a percentagens importantes de direitos de voto e informação pontual divulgada no termos da directiva relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (Directiva 2003/6/CE).

³ COM (2010) 243 final de 27 de Maio de 2010. O relatório era acompanhado por um documento de trabalho mais pormenorizado dos serviços da Comissão (SEC (2010) 61).

⁴ Os instrumentos derivados liquidados em dinheiro referem-se a transacções associadas a participações e pagas apenas em dinheiro, sem a entrega física dos títulos subjacentes.

⁵ <http://register.consilium.europa.eu/pdf/pt/10/st15/st15650-ad01.pt10.pdf>

⁶ Quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho relativa às contas anuais e Sétima Directiva 83/349/CEE do Conselho sobre contas consolidadas.

2.1. Problemas identificados relacionados com os pequenos e médios emitentes

Na UE, não existe uma definição legal de pequenos e médios emitentes. Quando, neste documento, se faz referência aos pequenos e médios emitentes, estes devem ser entendidos em termos dos conceitos nacionais existentes utilizados em cada Estado-Membro.

Melhorar o enquadramento regulamentar dos pequenos e médios emitentes e facilitar o acesso destes ao capital são prioridades políticas importantes da Comissão⁷. Embora não sejam considerados a única fonte de problemas que os pequenos e médios emitentes têm de enfrentar, os requisitos de transparência contribuem para os elevados custos de conformidade associados à admissão à cotação nos mercados regulamentados, para a sua fraca visibilidade aos olhos dos analistas e investidores e para uma cultura do curto prazo.

2.1.1. Elevados custos de conformidade para os pequenos e médios emitentes

O objectivo da Directiva é disponibilizar informações exactas, completas e oportunas ao mercado. Os emitentes devem publicar informação financeira anual, semestral e trimestral⁸. A Directiva impõe como requisito mínimo a publicação de declarações intercalares de gestão t

Trimestrais de conteúdo limitado. No entanto, muitos Estados-Membros exigem a divulgação de informações adicionais. Para os pequenos e médios emitentes, os custos associados à publicação de informação financeira trimestral são relativamente elevados e a utilidade desta obrigação não é clara.

Além disso, o cumprimento do prazo rigoroso de publicação dos relatórios semestrais, bem como a complexidade do conteúdo e dos tipos de informação a comunicar, nas partes descritivas dos relatórios, podem também ser dispendiosas e exigir bastantes recursos por parte dos emitentes.

2.1.2. Orientação para os resultados a curto prazo

A necessidade de publicar informação financeira trimestral pode gerar pressões sobre os órgãos de gestão no sentido de apresentarem lucros todos os trimestres. Os relatórios trimestrais podem também ser vistos como um incentivo regulamentar para que os investidores dêem mais atenção ao desempenho a curto prazo das empresas do que às perspectivas a longo prazo.

2.1.3. Menor visibilidade dos pequenos e médios emitentes

O prazo reduzido para a apresentação dos relatórios semestrais (dois meses após o final do período a que se reportam) cria um estrangulamento no final do segundo mês, que perturba o mercado, sobrecarrega os investidores e analistas com informação financeira e acentua a tendência destes para limitar a sua atenção às grandes empresas líderes de mercado e para

⁷ Comunicação da Comissão «Um Acto para o Mercado Único - Para uma economia social de mercado altamente competitiva - 50 propostas para, juntos, melhor trabalhar, empreender e fazer comércio», COM(2010)608 final, e Comunicação da Comissão «Acto para o Mercado Único - Doze alavancas para estimular o crescimento e reforçar a confiança mútua - Juntos para um novo crescimento», COM (2011)206 final.

⁸ Relatórios financeiros trimestrais ou declarações intercalares de gestão, também genericamente designados por informações financeiras trimestrais.

mostrar pouco interesse pelos pequenos e médios emittentes. Isto acontece, em especial, em relação à maioria dos emittentes europeus, cujo exercício contabilístico coincide com o ano civil, para os quais esse prazo termina portanto em fins de Agosto. Este facto contribui para a fraca visibilidade dos pequenos e médios emittentes aos olhos de investidores e analistas.

Outra questão que também limita a visibilidade dos pequenos e médios emittentes é a dificuldade sentida pelos investidores que pretendem aceder às informações publicadas, devido à insuficiente interligação entre os diversos mecanismos nacionais de armazenamento de dados.

2.1.4. Problemas identificados em relação à notificação de percentagens importantes de direitos de voto

A Directiva exige que os emittentes notifiquem o mercado sempre que adquiram ou alienem acções admitidas à negociação num mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto (ou seja, devem notificar a percentagem de direitos de voto detidos sempre que essa percentagem atinja, exceda ou se torne inferior aos limiares de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 75%). Foram identificados dois problemas no âmbito do actual regime: a possibilidade de propriedade oculta, em resultado de falhas nas regras de notificação e regras de notificação divergentes nos vários Estados-Membros.

2.1.5. A possibilidade de aquisições ocultas

Desde a adopção da Directiva, aumentou substancialmente a utilização, no mercado, de instrumentos derivados liquidados em dinheiro. Os instrumentos derivados liquidados em dinheiro podem ser utilizados para obter e exercer influência sobre uma empresa cotada ou para constituir uma participação oculta numa empresa (há diversos exemplos documentados deste tipo de comportamento⁹). Apesar disso, tais instrumentos não estão presentemente abrangidos pelas regras sobre divulgação da Directiva. Esta omissão pode levar a eventuais abusos de mercado, ineficácia do mecanismo de formação de preços e ao «voto vazio», que têm como consequência baixos níveis de confiança dos investidores e desfasamentos entre o interesse dos investidores e os interesses das próprias empresas a longo prazo.

2.1.6. Regras de notificação divergentes nos vários Estados-Membros, que provocam um agravamento do risco de responsabilidade e regulamentar e elevados custos de conformidade para os investidores transfronteiras

Regras de notificação divergentes nos vários Estados-Membros, em especial as que se referem à agregação de detenções de participações à detenção de instrumentos financeiros, aumentam os custos e criam incerteza jurídica para os investidores que exercem actividades transfronteiras. A ausência de agregação de detenções de participações à detenção de instrumentos financeiros também conduz a um fraco nível de transparência em alguns Estados-Membros.

⁹ Exemplos: LVMH/Hermès, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

3. SUBSIDIARIEDADE

A UE tem o direito de intervir neste domínio, em conformidade com os artigos 50.º e 114.º do TFUE. Todos os problemas identificados dizem respeito ao mercado de capitais da UE na sua totalidade, pelo que, para serem eficazes, as alterações devem ser introduzidas a nível da União.

Além disso, os problemas identificados, relacionados com os pequenos e médios emitentes decorrem da legislação da UE e dos Estados-Membros e só podem ser resolvidos através de alterações da legislação da UE. Por último, apenas um instrumento aprovado a nível da UE poder garantir que todos os Estados-Membros apliquem o mesmo quadro regulamentar, baseado nos mesmos princípios, pondo assim termo à actual disparidade de respostas regulamentares em matéria de notificação de participações importantes.

4. OBJECTIVOS

As medidas previstas devem simplificar determinadas obrigações, a fim de assegurar que os mercados regulamentados são atractivos para os pequenos e médios emitentes e de reforçar a clareza jurídica e a eficácia do regime de transparência, no que se refere à divulgação da propriedade das sociedades.

5. OPÇÕES DE POLÍTICA: ANÁLISE DO IMPACTO E COMPARAÇÃO

Para concretizar os objectivos acima enunciados, a Comissão elaborou, analisou e comparou opções de política distintas, a fim de determinar quais as que solucionam satisfatoriamente os problemas identificados. Essas opções são indicadas em seguida.

5.1. Opções de política que permitem maior flexibilidade no que diz respeito à frequência e calendarização da publicação de informação financeira periódica pelos pequenos e médios emitentes

- (1) *Não tomar qualquer medida* – esta opção não permitiria alcançar o objectivo. Por conseguinte, é rejeitada.
- (2) *Suprimir a obrigação de os pequenos e médios emitentes apresentarem informação financeira trimestral* – Esta opção reduziria os custos suportados pelos pequenos e médios emitentes e os incentivos regulamentares que podem promover a lógica do curto prazo. Porém, instituir regimes diferenciados para sociedades cotadas em mercados regulamentados em função da dimensão destas poderia ser confuso para os investidores e, ainda, conduzir a uma menor visibilidade dos pequenos e médios emitentes. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.
- (3) *Suprimir a obrigação de os pequenos e médios emitentes apresentarem relatórios financeiros trimestrais, durante um período inicial de 3 anos após a admissão à negociação* – Embora reduza as pressões imediatas que os pequenos e médios emitentes enfrentam, esta opção iria apenas adiar os custos. Instituir regimes diferenciados para sociedades cotadas em mercados regulamentados, em função da dimensão e tempo de vida destas, poderia ser confuso para os investidores. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.

- (4) *Suprimir a obrigação de todas as empresas cotadas apresentarem relatórios financeiros trimestrais* – Esta opção reduziria os custos de conformidade das sociedades. A redução média dos custos, excluindo os custos associados à elaboração da informação trimestral, situa-se entre os 2000 EUR e os 60 000 EUR por ano e por emitente, no caso dos pequenos e médios emitentes, e entre os 35 000 EUR e 250 000 EUR por ano e por emitente, no caso dos grandes emitentes. A redução de custos associados ao pessoal utilizado para preparar esta informação não pôde ser estimada, em termos monetários, no caso dos pequenos e médios emitentes. Varia significativamente de um emitente para outro, de 8 dias/homem por ano a 30 dias/homem por ano. No caso dos grandes emitentes, a redução total de custos (incluindo custos associados ao pessoal utilizado para a elaboração dos relatórios) foi estimada num máximo de 2 milhões de EUR, por ano e por emitente. Esta opção permite que os pequenos e médios emitentes reorientem os seus recursos para a publicação do tipo de informação que mais se adequa aos que neles investem. Esta opção reduzirá as pressões a curto prazo sobre os emitentes, incentivará os investidores a adoptar uma perspectiva a longo prazo e não terá qualquer impacto negativo sobre a protecção dos investidores. A protecção do investidor encontra-se já suficientemente assegurada pela divulgação obrigatória dos resultados semestrais e anuais, bem como pelas disposições em matéria de divulgação estabelecidas pelas Directivas «abuso de mercado» e «prospectos»¹⁰. Por conseguinte, os investidores devem ser devidamente informados sobre acontecimentos e factos importantes susceptíveis de influenciar o preço das acções subjacentes, independentemente das informações trimestrais previstas na directiva. Por conseguinte, não parece necessário impor por lei a divulgação de declarações intercalares de gestão. Para ser eficaz, esta opção deveria também impedir que os Estados-Membros impusessem a publicação de informação trimestral através de legislação nacional. As sociedades terão a liberdade de publicar informação trimestral, se assim o desejarem.
- (5) *Alargar para 3 meses após o fim do período abrangido pelas contas o prazo para publicação de informação semestral por todas as empresas cotadas* – Haveria algumas economias para os pequenos e médios emitentes, mas os benefícios mais significativos seriam de ordem não monetária. Os emitentes teriam mais tempo para elaborar os seus relatórios e produziriam assim documentos de melhor qualidade. Esta opção teria igualmente um impacto positivo na visibilidade dos pequenos e médios emitentes, que poderiam programar mais facilmente a publicação dos seus relatórios, de modo a não coincidirem com a dos relatórios das grandes sociedades cotadas. Isto significaria que os analistas e investidores teriam mais tempo disponível para apreciar os resultados semestrais dos pequenos e médios emitentes.
- (6) *Alargar para 3 meses após o fim do período abrangido pelas contas o prazo para publicação de informação semestral pelos pequenos e médios emitentes* – Esta opção teria um impacto positivo na visibilidade dos pequenos e médios emitentes. Contudo, instituiria regimes diferenciados para sociedades cotadas em mercados regulamentados, em função da respectiva dimensão e do tempo de vida destas, o que poderia ser confuso para os investidores. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.

¹⁰ Directivas 2003/6/CE e 2003/71/CE.

5.2. Opções de política para simplificar as partes descritivas dos relatórios dos pequenos e médios emitentes

- (1) *Não tomar qualquer medida* – esta opção não permitiria alcançar o objectivo. Por conseguinte, é rejeitada.
- (2) *Harmonizar ao máximo o conteúdo descritivo dos relatórios financeiros dos pequenos e médios emitentes, a nível da UE* – A normalização do conteúdo dos relatórios pode levar ao aumento dos custos de conformidade suportados pelos pequenos e médios emitentes localizados nos Estados-Membros cujos requisitos são actualmente menos exigentes. Contudo, esta opção facilitaria a comparabilidade da informação financeira em toda a UE. Mas se, na esperança de reduzir custos, fosse estabelecido um limiar de conteúdo muito baixo a nível da UE, isso poderia por sua vez ter implicações negativas para os investidores. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.
- (3) *Solicitar à AEVMM¹¹ que elabore orientações práticas não vinculativas (modelos) sobre o conteúdo descritivo dos relatórios financeiros a publicar por todas as sociedades cotadas* – Esta opção permitiria à AEVMM definir o modelo, por forma a garantir economias. Por outro lado, facilitaria a comparação da informação pelos investidores e poderia aumentar a visibilidade transfronteiras dos pequenos e médios emitentes. Acarretaria para a AEVMM alguns custos pontuais.
- (4) *Solicitar aos Estados-Membros que preparem modelos ou orientações práticas não vinculativos sobre os conteúdos descritivos dos relatórios financeiros* – Esta opção daria aos Estados-Membros a possibilidade de adaptarem o conteúdo dos relatórios aos seus mercados internos. Contudo, esta opção não facilitaria a comparabilidade da informação ao nível transfronteiras. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.

5.3. Opções de política para eliminar as lacunas nos requisitos de notificação relativos a percentagens importantes de direitos de voto

- (1) *Não tomar qualquer medida* – esta opção não permitiria alcançar o objectivo. Por conseguinte, é rejeitada.
- (2) *Regime extensivo: regime de divulgação alargado a todos os instrumentos com efeitos económicos semelhantes aos das participações e dos instrumentos que conferem o direito à aquisição de acções* – Esta opção permitiria cobrir os instrumentos derivados liquidados em dinheiro, bem como outros instrumentos financeiros semelhantes que possam vir a ser criados. Foi apoiada pela maioria dos participantes na consulta pública como uma solução para os problemas atrás enunciados e teria um forte impacto positivo na protecção e confiança dos investidores. O novo regime de divulgação, abrangendo todos os tipos de instrumentos financeiros equivalentes a uma participação no capital, poderá gerar um aumento dos custos organizativos e de conformidade suportados pelos detentores de instrumentos derivados liquidados em dinheiro (o valor máximo estimado dos custos pontuais varia entre os 100 000 EUR e os 600 000 EUR por detentor, mas esses custos só afectariam os detentores de uma quantidade significativa de tais

¹¹ Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.

instrumentos). Os custos correntes não puderam ser estimados porque variam consoante o aumento, na prática, do número de divulgações por detentor. No entanto, segundo a experiência do Reino Unido, que já introduziu um regime semelhante em 2009, estima-se que o aumento de notificações seria limitado.

- (3) *Abordagem limitativa: a divulgação não é exigida, caso sejam satisfeitos critérios de «porto seguro»* – Esta opção exigiria que qualquer instrumento que dê acesso aos direitos de voto subjacentes fosse divulgado, a menos que fossem satisfeitos alguns critérios específicos. Permitiria contudo que os investidores contornassem a finalidade do requisito de divulgação. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.

5.4. Opções de política para eliminar as divergências em matéria de requisitos de notificação de participações importantes

- (1) *Não tomar qualquer medida* – esta opção não permitiria alcançar o objectivo. Por conseguinte, é rejeitada.
- (2) *Harmonizar o regime de divulgação aplicável às percentagens importantes de direitos de voto, através da obrigatoriedade da agregação de detenções de participações a detenções de instrumentos financeiros que conferem o acesso a acções (incluindo instrumentos derivados liquidados em dinheiro)* – Esta opção permitiria harmonizar o método utilizado para calcular os limiares, mas não os limiares em si, criando assim uma abordagem uniforme que reduziria a insegurança jurídica, reforçaria a transparência, simplificaria os investimentos transfronteiras e aumentaria a atractividade dos mercados de capitais da UE. A redução de custos estimada para os investidores transfronteiras é de 77 000 euros por ano e por operador. Esta opção poderia, porém, originar alguns custos suplementares, associados a divulgações adicionais nos Estados-Membros onde presentemente não existe um requisito de agregação.
- (3) *Harmonizar o regime de divulgação das percentagens importantes de direitos de voto, estabelecendo 3 regimes de divulgação distintos: um para participações, outro para instrumentos financeiros que dêem acesso a acções e um terceiro para instrumentos derivados liquidados em dinheiro* – Esta opção criaria um regime uniforme mas poderia ter um impacto negativo na protecção e confiança dos investidores. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.
- (4) *Harmonizar o regime de divulgação de percentagens importantes de direitos de voto, harmonizando os limiares de divulgação* – A maioria dos inquiridos não considerou que os limiares de direitos de voto eram uma questão relevante. Além disso, parece difícil conseguir harmonizar os limiares de notificação devido às diferenças entre os universos de accionistas que existem nos diferentes Estados-Membros. Por conseguinte, esta opção é rejeitada.

6. O INSTRUMENTO A UTILIZAR E AS QUESTÕES DE TRANSPOSIÇÃO E DE CONFORMIDADE

Só um instrumento jurídico vinculativo pode garantir que todos os Estados-Membros apliquem o mesmo quadro regulamentar, baseado nos mesmos princípios. Uma directiva pode permitir um máximo de harmonização em alguns domínios, mas deixa aos Estados-Membros

um grau de flexibilidade que lhes permite ter em conta as suas especificidades, noutros domínios.

Para assegurar uma melhor aplicação da directiva, e no seguimento da Comunicação da Comissão «Reforçar o regime de sanções no sector dos serviços financeiros»¹², o actual quadro de sanções deveria também ser aperfeiçoado.

7. ACOMPANHAMENTO E AVALIAÇÃO

A Comissão controlará a aplicação da Directiva pelos Estados-Membros. Sempre que necessário, os serviços da Comissão disponibilizarão assistência aos Estados-Membros. A avaliação do impacto da aplicação das medidas legislativas deve realizar-se seis anos após a entrada em vigor das mesmas. A Comissão acompanhará a aplicação da Directiva, depois de alterada, através da AEVMM e de um diálogo alargado com as principais partes interessadas.

¹² Comunicação de 9 de Dezembro de 2010, COM (2010) 716 final.