COMISSÃO EUROPEIA

Bruxelas, 27.5.2010
COM(2010)243 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO CONSELHO, AO PARLAMENTO EUROPEU, AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU E AO COMITÉ DAS REGIÕES

Aplicação da 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

SEC(2010)611

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO CONSELHO, AO PARLAMENTO EUROPEU, AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU E AO COMITÉ DAS REGIÕES

Aplicação da 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

1. INTRODUÇÃO

1. O presente relatório revê a aplicação da 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[1] (a seguir designada «Directiva Transparência»), nos termos do artigo 33.º da referida Directiva.

2. Em conformidade com a Directiva Transparência, os emitentes de valores mobiliários em mercados regulamentados da UE devem assegurar aos investidores a transparência adequada através da comunicação de informações regulamentares e da respectiva divulgação ao público de toda a UE. As informações em causa consistem em relatórios financeiros, informações relativas a percentagens importantes de direitos de voto e informações divulgadas nos termos do artigo 6.º da Directiva 2003/6/CE, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)[2].

3. Os objectivos estabelecidos na Directiva Transparência são importantes para os mercados financeiros e reconhecidos por organismos de normalização internacionais como a IOSCO ou a OCDE. A actual crise financeira demonstra que a divulgação de informações exactas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários é fundamental para a formação de um juízo fundamentado sobre o seu desempenho e o seu património e, consequentemente, para o reforço da confiança dos investidores nos mercados de capitais.

4. O presente relatório descreve o impacto da Directiva Transparência e o modo como tem sido cumprida (secção 2); identifica as principais questões decorrentes da aplicação da Directiva Transparência (secção 3) e apresenta algumas conclusões (secção 4). O relatório é complementado por um documento de trabalho dos serviços da Comissão que contém informações mais pormenorizadas sobre as questões descritas e sobre o modo como os dados foram recolhidos.

---

[1] Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, 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 que altera a Directiva 2001/34/CE, JO L 390 de 31.12.2004, p. 38. Ver: www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm

[2] JO L 96 de 12.4.2003, p. 16.

2. IMPACTO E CUMPRIMENTO DA DIRECTIVA TRANSPARÊNCIA

5. O estudo externo sobre a aplicação da Directiva Transparência realizado em nome da Comissão[3] (a seguir designado «Estudo Externo») revela que uma grande maioria das partes interessadas que participaram no inquérito considera a Directiva Transparência útil para o funcionamento adequado e eficiente do mercado. Em geral, as partes interessadas consideram que as informações regulamentares divulgadas pelos emitentes chegam aos investidores, excepto talvez no caso das informações divulgadas por empresas cotadas de menor dimensão.

6. Em termos do impacto económico da Directiva Transparência sobre os mercados financeiros, a pesquisa efectuada até à data não é conclusiva. A directiva parece ter um efeito neutro: embora seja vista como um factor de simplificação para as emissões no mercado primário, faltam provas empíricas que consubstanciem esta ideia.

7. Uma análise das práticas dos emitentes demonstra que estes cumprem geralmente as obrigações de prestação de informações financeiras, o que corresponde à percepção dos participantes no estudo. As informações financeiras divulgadas são consideradas úteis e suficientes para efeitos de investimento. Do mesmo modo, a simplificação dos requisitos linguísticos para a divulgação de informações financeiras introduzida em 2004 foi particularmente bem-vinda.

8. À primeira vista, os custos associados ao cumprimento das obrigações previstas na Directiva Transparência[4] não parecem especialmente elevados[5]. É também esta a opinião dos emitentes, embora as pequenas e médias empresas cotadas se mostrem mais preocupadas com os referidos custos. A introdução da «regra do Estado-Membro de origem»[6], assim como a simplificação do regime linguístico para a divulgação de informações financeiras em 2004 terão, em princípio, contribuído para a redução dos custos suportados pelos emitentes. Contudo, existem custos acrescidos para os investidores transfronteiras em virtude da harmonização insuficiente dos requisitos da Directiva Transparência.

3. REVISÃO DA APLICAÇÃO DA DIRECTIVA: QUESTÕES EMERGENTES

9. São várias as questões levantadas pela revisão da aplicação da Directiva Transparência (para informações mais pormenorizadas, ver o documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha o presente relatório).

---

3 Mazars (Dezembro de 2009), *Study on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm

4 Importa salientar que a maior parte dos requisitos relativos ao conteúdo (nomeadamente as normas de contabilidade) dos relatórios financeiros anuais e semestrais não consta da Directiva Transparência.

5 Ver Europe Economics (2008), *Study on the cost of compliance with selected FSAP measures*. Disponível em: www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

6 De acordo com a «regra do Estado-Membro de origem» (ver o artigo 3.º, n.º 1), os emitentes estão sujeitos apenas às obrigações estabelecidas pelo seu Estado-Membro de origem (geralmente aquele em que foram constituidos) e não às do Estado-Membro de acolhimento. O objectivo da «regra do Estado-Membro de origem» é evitar a dupla (ou múltipla) aplicação de regras aos emitentes.

10. Em primeiro lugar, questiona-se se as regras de transparência devem ser especificamente adaptadas às empresas cotadas de menor dimensão, a fim de manter ou até aumentar a atractividade dos mercados regulamentados para esta categoria de emitentes[7]. Embora o âmbito de simplificação das regras da Directiva Transparência para as empresas cotadas de menor dimensão e, consequentemente, a poupança obtida, sejam limitados, é possível tomar em consideração algumas medidas de simplificação específicas sem prejuízo da protecção dos investidores, nomeadamente: (i) conceder prazos mais flexíveis para a divulgação de relatórios financeiros; (ii) atenuar a obrigação de publicação trimestral de informações financeiras; (iii) harmonizar ao máximo o conteúdo dos relatórios; ou (iv) facilitar a visibilidade transfronteiras das empresas cotadas de menor dimensão junto dos potenciais investidores e/ou intermediários de informação, tais como analistas financeiros[8], aumentando assim a sua atractividade.

11. Em segundo lugar, embora o requisito de prestação trimestral de informações financeiras introduzido em 2004 pela Directiva Transparência possa contribuir para uma certa percepção a curto prazo do desempenho dos emitentes pelos investidores[9], é geralmente bem aceite pelos operadores do mercado. Por outro lado, a atenuação da obrigação de divulgação trimestral de informações financeiras só beneficiaria provavelmente as empresas cotadas de menor dimensão, uma vez que as grandes empresas continuariam presumivelmente a cumprir essa obrigação. Pelo contrário, o mercado mostrou interesse em regras mais detalhadas quanto ao conteúdo das declarações intercalares de gestão, a fim de facilitar o cumprimento por parte dos emitentes e de permitir prever as informações a divulgar.

12. Em terceiro lugar, o carácter de harmonização mínima da Directiva Transparência permite a adopção de requisitos mais rigorosos por parte dos Estados-Membros[10].

---

7 É importante salientar que existem mercados alternativos aos «mercados regulamentados» (na acepção da Directiva Transparência) onde os emitentes podem transaccionar os seus valores mobiliários. Esses mercados alternativos são Sistemas de Negociação Multilateral (MTF) na acepção da Directiva 2004/39/CE. As regras da Directiva Transparência não se aplicam aos referidos mercados alternativos e, de acordo com o Estudo Externo, as partes interessadas não apoiam o alargamento da aplicação da Directiva aos mercados não regulamentados. Nesta fase, a Comissão não pretende propor o alargamento do âmbito da Directiva Transparência aos MTF. O documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha o presente relatório apresenta uma explicação mais aprofundada.

8 Ver, por exemplo, F. Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, Março de 2010, disponível em: www.eurocapitalmarkets.org. Segundo este relatório, em média, 93% dos volumes de transacções em mercados regulamentados concentram-se em 7% do número total de empresas cotadas na UE.

9 Este efeito de curto prazo contraria as recentes iniciativas da Comissão que incentivam as instituições financeiras e os emitentes a promover uma percepção a mais longo prazo. A Comissão Europeia recomendou, por exemplo, que a remuneração dos directores dos organismos emitentes e das instituições financeiras tome em consideração o comportamento a longo prazo das empresas: ver a Recomendação 2009/384/CE da Comissão, de 30 de Abril de 2009, relativa às políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros (JO L 120 de 15.5.2009, p. 22) e a Recomendação 2009/385/CE da Comissão, de 30 de Abril de 2009, que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas (JO L 120 de 15.5.2009, p. 28).

10 Os serviços da Comissão examinaram a questão dos requisitos nacionais mais rigorosos em 2008 e elaboraram um documento específico com informações aprofundadas a este respeito, que deve ser considerado como complementar ao presente relatório. Ver o documento de trabalho dos serviços da Comissão, «*Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*», SEC(2008)3033 de 10.12.2008.

Por conseguinte, a transposição da Directiva Transparência é relativamente desigual em virtude dos diferentes regimes nacionais. A adopção de medidas nacionais mais rigorosas, sobretudo no que se refere à notificação de percentagens importantes de direitos de voto, é considerada problemática pelas partes interessadas, uma vez que provoca problemas de execução reais e dispendiosos. Levanta-se assim a questão de saber se o regime actual (harmonização mínima) é adequado para obter um nível eficaz de harmonização dos requisitos de transparência na UE.

13. Em quarto lugar, tudo aponta para a necessidade de adaptar as obrigações previstas na Directiva Transparência à inovação dos mercados financeiros e de introduzir cada vez mais requisitos de transparência no que toca a determinados tipos de instrumentos. Em particular, a divulgação insuficiente de práticas de empréstimo de títulos parece ter aumentado o risco de «voto vazio» e a falta de divulgação suficiente quanto a instrumentos derivados liquidados em dinheiro agravou o problema da «participação oculta». No tocante à divulgação de informações para efeitos de governo das sociedades, as associações que representam os emitentes na UE são favoráveis à introdução de mecanismos que permitam a estes últimos a identificação do investidor final, a fim de permitir um diálogo efectivo entre accionistas e emitentes. Por outro lado, mesmo quando os accionistas com percentagens importantes de direitos de voto são bem conhecidos, foi manifestada a vontade de reforçar os requisitos de divulgação das participações significativas. Alguns Estados-Membros já solicitam aos grandes investidores que revelem as suas intenções quanto às participações que detêm e ao modo como financiaram a respectiva aquisição. A questão de saber se os grandes investidores (em especial os institucionais) deverão divulgar as suas políticas de voto em empresas cotadas também se enquadra neste contexto.

14. Em quinto lugar, para além da divulgação dos relatórios financeiros previstos na Directiva Transparência, o direito da UE exige igualmente (ou, quando aplicável, recomenda) às empresas cotadas a divulgação periódica de algumas informações não financeiras (embora relacionadas com a governação da sociedade), geralmente associada ao relatório financeiro anual, como por exemplo a chamada declaração sobre a governação da sociedade[11]. Levantou-se a questão de saber se a divulgação de informações não financeiras deve ser integrada no regime da Directiva Transparência de modo a simplificar os requisitos existentes.

15. Ainda neste contexto, surge uma outra questão que diz respeito à divulgação de informações de carácter ambiental, social e de governação (ESG)[12] por parte das empresas cotadas. Algumas partes interessadas (organizações não governamentais e algumas organizações de investidores) manifestam frequentemente o desejo de ver melhorada e reforçada a legislação europeia em matéria de divulgação de

---

11 Artigo 46.º-A da quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, com a redacção que lhe foi dada pela Directiva 2006/46/CE (JO L 224 de 16.8.2006, p. 1).

12 Não existe uma definição exacta de ESG para efeitos regulamentares, nem uma definição clara do seu âmbito. No entanto, a divulgação de informações nesta matéria poderia enquadrar-se no debate mais alargado sobre a responsabilidade social das empresas (RSE). A Comissão definiu a RSE como um conceito relacionado com «*a integração voluntária de preocupações sociais e ambientais por parte das empresas nas suas operações e na sua interacção com outras partes interessadas*». Ver a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho e ao Comité Económico e Social Europeu intitulada «Implementação da parceria para o crescimento e o emprego: tornar a Europa um pólo de excelência em termos de responsabilidade social das empresas», COM(2006) 136 final de 22.3.2006.

informações ESG. Na opinião dessas partes, a Directiva Transparência poderia ser um veículo adequado para integrar a divulgação de tais informações nas obrigações de prestação de informações financeiras pelas empresas cotadas, assim como para eliminar algumas das deficiências identificadas nas regras e práticas actualmente aplicáveis à divulgação dessas mesmas informações.

16. Em sexto lugar, os progressos no sentido de criar um sistema pan-europeu de armazenamento de informações regulamentares, com vista a facilitar o acesso dos investidores a tais informações, têm sido lentos[13], e o impacto da Directiva neste domínio tem sido insuficiente: as partes interessadas têm de consultar 27 bases de dados nacionais diferentes, sendo que a rede electrónica que as interliga se encontra apenas numa fase inicial, com resultados bastante modestos até à data. Surge assim a questão de saber se os mecanismos de armazenamento previstos na Directiva, tal como estão concebidos actualmente, podem desempenhar a função de «porta de entrada» para a informação financeira histórica sobre as empresas cotadas a nível pan-europeu.

17. Por último, embora não tenham sido observados problemas de cumprimento significativos, a revisão da aplicação da Directiva Transparência demonstra que a introdução de alguns ajustamentos técnicos no texto da Directiva seria benéfica, por uma questão de maior clareza.

[13] Ver Recomendação 2007/657/CE da Comissão, de 11 de Outubro de 2007, sobre a rede electrónica de mecanismos oficialmente designados para o armazenamento central das informações regulamentares referidas na Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JO L 267 de 12.10.2007, p. 16.

4. CONCLUSÕES

18. A presente revisão da aplicação da Directiva Transparência demonstra que existem domínios em que é possível melhorar o regime que criou, nomeadamente em relação à simplificação das regras aplicáveis às empresas cotadas de menor dimensão, a fim de reforçar a atractividade dos mercados de capitais para estas empresas. É igualmente necessário aumentar a visibilidade transfronteiras das empresas cotadas de menor dimensão perante os potenciais investidores e analistas, com o objectivo final de aumentar as transacções de valores mobiliários desses pequenos emitentes. Existem medidas que poderiam ser enquadradas na Directiva Transparência e contribuir para esse objectivo: a concessão de prazos mais flexíveis para a divulgação de relatórios financeiros por parte dos pequenos emitentes aumentaria a sua visibilidade, já que deixariam de divulgar informações sobre o seu desempenho em simultâneo com os grandes emitentes; a harmonização do conteúdo admissível e da apresentação dos relatórios facilitaria a leitura e a comparabilidade pelos investidores e analistas. Neste contexto, a análise da aplicação da Directiva Transparência demonstra igualmente que, para reforçar a visibilidade e a atractividade das empresas cotadas de menor dimensão, seria desejável continuar a facilitar o acesso de potenciais investidores e intermediários de informação a nível pan-europeu às informações financeiras divulgadas por pequenos emitentes e que são conservadas através dos mecanismos oficialmente estabelecidos para o armazenamento de informações regulamentares.

19. Paralelamente, a revisão da aplicação da Directiva Transparência demonstra a necessidade de uma maior convergência das regras relativas à divulgação de percentagens importantes de direitos de voto e aos instrumentos financeiros que conferem acesso a direitos de voto (incluindo instrumentos derivados liquidados em dinheiro), assim como a oportunidade de simplificar os requisitos de divulgação de informações impostos aos emitentes no contexto mais alargado do governo das sociedades. Neste sentido, o presente relatório identificou ainda as preocupações de algumas partes interessadas no que se refere à divulgação de informações de carácter ambiental e social.

20.