

ÍNDICE

	Págs.
<i>Nota Prévia</i>	7
PAULO CÂMARA, <i>A Directiva dos Prospectos: contexto, conteúdo e confronto com o direito positivo nacional</i>	9
PAULO SENA ESTEVES, <i>Derivados sobre mercadorias e o mercado ibérico de electricidade</i>	41
LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, <i>As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil</i>	57
JOSÉ NUNES PEREIRA, <i>A reforma europeia do plano de acção para os serviços financeiros: uma futura autoridade de supervisão europeia?</i>	77
JOSÉ VIEIRA DOS REIS, <i>A revisão da Directiva sobre Auditoria</i>	167
NUNO CUNHA RODRIGUES, <i>As “golden-shares” no direito Português</i>	191
SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, <i>O direito de resolução do investidor na contratação de serviços financeiros à distância</i>	233
HUGO MOREDO SANTOS, <i>Aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas</i>	275
PAULA COSTA E SILVA, <i>A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição</i>	403
EBERHARD SCHWARK, <i>The harmonization of the Securities Law in Europe</i>	443
DÁRIO MOURA VICENTE, <i>Ofertas públicas de aquisição internacionais</i>	465

A DIRECTIVA DOS PROSPECTOS: CONTEXTO, CONTEÚDO E CONFRONTO COM O DIREITO POSITIVO NACIONAL

PAULO CÂMARA (*)

*Assistente da Faculdade de Direito de Lisboa
e Director da CMVM*

1. Contexto da Directiva

I — Ainda hoje persiste uma irreprimível tendência para se considerar que o sistema de regulação do mercado de capitais baseado na informação (*full disclosure*) tem raízes no mercado norte-americano. Todavia, a ideia não é totalmente acertada, nomeadamente porquanto no Reino Unido e na Alemanha já no final do séc. XIX se conhecia a figura do prospecto. A cultura da informação foi até anterior, no Reino Unido, ao reconhecimento legislativo da limitação da responsabilidade das sociedades: nesse percurso histórico têm lugar de destaque o *Companies Act* britânico de 1844, a introduzir o princípio de informação através do registo de prospecto nas ofertas de acções dirigidas ao público, impondo a divulgação dos documentos estatutários e financeiros, em termos mais tarde desenvolvidos através do *Companies Act* de 1867; não pode escamotear-se, além disso, o papel do *Directors' Liability Act* de 1890 na cominação de uma responsabilidade por negligência aos autores do prospecto informativo. A alargar a análise até à génese histórica do prospecto de admissão em bolsa, também com determinante função informativa, chame-se a atenção para o papel pioneiro da *Börsengesetz* germânica de 1896 e do sistema adja-

(*) As opiniões expressas no presente texto são-no a título exclusivamente pessoal.

cente de responsabilidade civil ali consagrado. O prospecto constitui, assim, indiscutivelmente, uma figura de origem europeia.

O certo é que a generalização, à escala mundial, da importância do prospecto teve como primeiro responsável o sistema jurídico norte-americano, em larga medida devido à eficácia do sistema de supervisão com ampla gama de poderes (na matriz das demais *agencias* federais) de forma a assegurar uma vigilância apertada e eficaz sobre o cumprimento das normas informativas. Este papel do sistema norte-americano surge na sequência de uma evolução entre dois modelos fundamentais na regulação mobiliária das ofertas públicas testados nos Estados Unidos. Aqui conheceu-se primeiramente a regulação de mérito, desenvolvida através de intervenções estaduais em inícios do século XX nas designadas *blue sky laws*, em que as autoridades administrativas ensaiavam um controlo sobre a bondade económica da oferta proposta ao público. A partir dos anos 30, com a aprovação dos dois diplomas federais em matéria mobiliária ainda hoje (embora com modificações) em vigor — o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 — ganhou primazia nítida o modelo de regulação informativa. É baseado no princípio da *full disclosure*, postulando uma ampla malha de deveres informativos para permitir que os investidores tomem decisões de investimento esclarecidas (1).

Este modelo de regulação informativa — afinado na órbita do mercado norte-americano — constituiu uma clara inspiração das Directivas comunitárias respeitantes ao prospecto. O impulso comunitário incidiu primeiro sobre o prospecto de admissão, através da Directiva n.º 80/390/CEE, referente à coordenação do conteúdo, da supervisão e da divulgação do prospecto a ser publicado para a admissão oficial de valores mobiliários em bolsa de valores (*Listing Particulars Directive*, na designação inglesa) (2). Aí se impunha o dever de publicação de prospecto de admissão ao mercado de cotações oficiais e se prescreviam extensos anexos sobre o respectivo conteúdo. Esta Directiva veio a ser objecto de diversas modificações, introduzidas sucessivamente pela Directiva n.º 82/148/CEE, de 3

(1) LOUIS LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston / Toronto (1983), 1-7; HAHLO, *Cases and Materials on Company Law*, London (1987), 179-193; HEINZ-DIETER ASSMANN, *Prospekthaftung*, Köln / Berlin / Bonn / München (1985), 39-66; Id., *Civil Liability for the Prospectus* [versão escrita de comunicação proferida na Faculdade de Direito de Lisboa em 6 de Julho de 2004], in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI (no prelo).

(2) JO L100/1.

de Março de 1982 ⁽³⁾, pela Directiva n.º 87/345/CEE, de 22 de Junho de 1987 ⁽⁴⁾, pela Directiva n.º 90/211, de 23 de Abril de 1990 ⁽⁵⁾, e pela Directiva n.º 94/18/CE, de 30 de Maio de 1994 ⁽⁶⁾.

O processo de harmonização dos prospectos de ofertas públicas de distribuição foi mais tardio, tendo-se apenas iniciado em finais dos anos oitenta, através da Directiva n.º 89/298/CEE, de 17 de Abril de 1989 ⁽⁷⁾. Posteriormente, para facilitar a leitura sistemática das regras comunitárias nesta matéria, as Directivas de prospectos de admissão, juntamente com a Directiva dos requisitos de admissão (Directiva n.º 79/279/CEE, de 5 de Março de 1979) e a Directiva sobre transparência de participações qualificadas (Directiva n.º 88/627/CEE, de 12 de Dezembro de 1988), foram objecto de uma consolidação através da Directiva n.º 2001/34/CE, de 28 de Maio de 2001 ⁽⁸⁾.

II — Quando, em finais dos anos noventa, se procedeu a uma reavaliação profunda sobre o sistema de regulação financeira na Europa, o balanço feito sobre o processo de harmonização das regras sobre prospectos era manifestamente insatisfatório. De facto, as primeiras directivas mostravam-se excessivamente detalhadas e de elaboração muito morosa. Assim, a Directiva sobre o Prospecto de Admissão ocupou mais de oito anos de gestação: aprovada em 1980, teve por base uma Proposta de 1972 ⁽⁹⁾. Por seu turno, a Directiva sobre Prospecto de Ofertas Públicas, como referido, apenas logrou ser aprovada em 1989 — ou seja, doze anos mais tarde do que Código de Conduta comunitário de 1977 que recomendava a existência de prospecto em oferta pública ⁽¹⁰⁾.

Além disso, ao estabelecerem patamares mínimos de exigência informativa, como actos normativos comunitários de *harmonização mínima*, as mencionadas Directivas levaram os Estados-membros a fixar requisitos informativos superiores, assim aumentando as assimetrias normativas e contribuindo para a fragmentação dos mercados. Por seu turno, um dos institutos emblemáticos do regime comunitário, o mecanismo de reconheci-

⁽³⁾ JO L62/22.

⁽⁴⁾ JO L185/81.

⁽⁵⁾ JO L112/24.

⁽⁶⁾ JO L135/1.

⁽⁷⁾ JO L124/8.

⁽⁸⁾ JO L184/1.

⁽⁹⁾ JO C131/61.

⁽¹⁰⁾ Princípio Suplementar n.º 14, JO L212/37.