

# CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS



CMVM

N.º 2

PRIMEIRO SEMESTRE 1998

EDITORIAL	5
ESTUDOS E ARTIGOS	9
FUNDOS GARANTIDOS • <i>José Manuel Barros</i>	11
SISTEMAS DE PAGAMENTOS E FALÊNCIA • <i>Amadeu Ferreira</i>	39
BREVE ANÁLISE À UTILIZAÇÃO DOS NOVOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS PELAS EMPRESAS TÊXTEIS DA BEIRA INTERIOR • <i>João Duque, Fernando Neves Santos</i>	65
OS DEVERES DE INFORMAÇÃO E A FORMAÇÃO DE PREÇOS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS • <i>Paulo Câmara</i>	79
O DIREITO DE INFORMAR E OS CRIMES DE MERCADO • <i>Frederico de Lacerda da Costa Pinto</i>	95
RELAÇÕES MERCADO - JORNALISTAS: POR VALORES MAIS JUSTOS • <i>Fernando Cascais</i>	111
EVOLUTION DES MARCHES DE CAPITAUX ET SA SURVEILLANCE • <i>Intervention de Michel Prada</i>	119
DOCUMENTAÇÃO	129
A EQUIPARAÇÃO DA SUBSCRIÇÃO, AQUISIÇÃO E DETENÇÃO DE ACCÕES DE UMA SOCIEDADE ANÓNIMA POR UMA SOCIEDADE DELA DEPENDENTE AO REGIME DAS ACCÕES PRÓPRIAS • <i>CMVM</i>	131
JURISPRUDÊNCIA ANOTADA	147
PROCESSO DE CONTRA-ORDENAÇÃO N.º 7/96	149
DILIGÊNCIA EXIGIDA AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO CUMPRIMENTO DE ORDENS DE BOLSA SENTENÇA DO TRIBUNAL DE PEQUENA INSTÂNCIA CRIMINAL DE 6 DE FEVEREIRO DE 1998 PROFERIDA PELA 2.ª SECÇÃO DO 1.º JUÍZO NO PROCESSO REG. COIMA N.º 326/97	169
NOTAS	197
LIVROS	203

# OS DEVERES DE INFORMAÇÃO E A FORMAÇÃO DE PREÇOS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS<sup>1</sup>

PAULO CÂMARA

*Assistente da Faculdade de Direito de Lisboa e  
Subdirector da Divisão de Emitentes da CMVM*

<sup>1</sup> Texto da conferência proferida em 14 de Abril de 1998 no âmbito do Ciclo de Aproximação do Direito Norte-Americano, organizado pelo Conselho Distrital de Lisboa da Ordem dos Advogados.

---

§1.º ESSENCIALIDADE DO CONTRIBUTO NORTE-AMERICANO NA  
ESTRUTURA DO DIREITO MOBILIÁRIO NACIONAL

I - Não existe área no ordenamento jurídico nacional em que a influência norte-americana seja mais notória do que no direito dos valores mobiliários. Tal não pode dizer-se do nosso direito civil, herdeiro da tradição germano-românica, nem mesmo do direito das sociedades, que colhe na sua essência doseados contributos alemães, franceses e italianos. Ao invés, o ramo jurídico que governa os valores mobiliários recebe, efectivamente, reflexos importantes do além-Atlântico.

A importação das influências norte-americanas não se processou por via directa tendo sido mediatizada por algumas directivas comunitárias-chave, nomeadamente quanto aos deveres de informação das sociedades cotadas, quanto à difusão do prospecto e quanto à punição do abuso de informação privilegiada. Contudo, não deixou, por estes motivos, de ser profunda.

Podem apontar-se três aspectos estruturais do direito mobiliário nacional que resultaram de uma assimilação do contributo norte-americano alicerçado em torno do Securities Act de 1933 e do Securities Exchange Act de 1934. No plano institucional, sobreleva a existência de uma autoridade de supervisão especializada, domínio em que a Europa seguiu, embora com adaptações<sup>1</sup>, o modelo da independente Securities and Exchange Commission (SEC) norte-americana – perfilhado em 1967 em França, a que se seguiram nomeadamente a autoridade italiana (1974), britânica (1986),

---

I

Para um confronto actualizado, reenvia-se para VANINA PAOLI-GAGIN, *Les Commissions de Valeurs Mobilières aux États-Unis et en Europe*, Bruxelles, (1998).

espanhola (1988) e portuguesa (1991). Fulcral é também a contraposição entre ofertas particulares e públicas de valores mobiliários, prevendo-se para estas últimas a necessidade de registo e de um controlo administrativo mais apertado, dado o need of legal protection dos respectivos destinatários<sup>2</sup>. A tal soma-se a implementação de um sistema de deveres informativos particularmente denso em mercado: o full disclosure - visando eliminar assimetrias de informação, como modo de tutelar a confiança do investidor.

II - Este último aspecto, ligado ao manancial de deveres de informação, servirá de ponto axial a esta exposição.

É recorrente afirmar-se que a teleologia dos deveres de informação em mercado se prende com dois objectivos fundamentais: dirige-se ao esclarecimento das decisões de investimento, pretendendo que os investidores tenham informação suficiente para que possam tomar decisões de investimento racionais<sup>3</sup>; e procura alcançar uma formação regular dos preços.

Para uma ilustração imediata do peso deste segundo escopo dos deveres informativos, basta lembrar que o edifício normativo norte-americano relacionado com o full disclosure foi construído, a partir dos anos 30<sup>4</sup>, em reacção à perturbação mais violenta dos preços que esse mercado sofreu no presente século: a crise de 1929<sup>5</sup>.

No seu alcance mais amplo, aquele fenómeno pode ser ilustrado na afirmação de que os grandes abalos provocam as grandes reformas do direito dos valores mobiliários. Relembre-se, a documentá-lo, que a crise de finais do anos vinte originou a criação da SEC e a publicação do Securities Act e do

2  
AMADEU FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários. Sumários das lições*, Lisboa, (1998), 273-286; PAULO CÂMARA, *Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, (1997), 215-218.

3  
ROBERT CLARK, *Corporate Law*, Boston/Toronto, (1988), §17.1, 719-720; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, (1997), 336-337.

4  
É justo recordar não poder atribuir-se mérito inteiro aos Estados Unidos na concepção do sistema de full disclosure. O Securities Act de 1933 tem, a precedê-lo e confessadamente a servir como sua inspiração, uma tradição britânica mais que centenária na regulação de ofertas públicas de valores mobiliários. Aliás, a cultura da informação foi anterior, no Reino Unido, ao reconhecimento legislativo da limitação da responsabilidade das sociedades: nesse percurso histórico têm lugar de destaque o 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 junto do Registrar of Companies, e o Directors' Liability Act de 1890, prevendo 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, haveria que chamar a atenção para o papel pioneiro da Börsengesetz germânica de 1896 e do sistema adjacente de responsabilidade civil ali consagrado. Perante estes dados, o modelo norte-americano chega a apresentar-se, em comparação com outros modelos informativos de raiz europeia, como um modelo tardio. Teve aquele, no entanto, o mérito de se desembaraçar de uma perspectiva eminentemente societária, circunscrita às ofertas sobre acções, e elevar o enfoque legislativo à regulação dos valores mobiliários (adoptando, até, uma formulação muito ampla na delimitação dos securities) e, acima de tudo, a percepção da necessidade de substituir um controlo de mérito sobre as ofertas por um controlo informativo exigente, gizando para o efeito um sistema de supervisão com ampla gama de poderes (na matriz das demais agências federais) por forma a assegurar uma vigilância apertada e eficaz sobre o cumprimento das normas informativas. Para uma confirmação doutrinária: HAHLO, *Cases and Materials on Company Law*<sup>3</sup>, London, (1987), 179-193; HEINZ-DIETER ASSMANN, *Prospekthaftung*, Köln/ Berlin/ Bonn/ München, (1985), 39-66; LOUIS LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto (1983), 1-7.

5  
Sobre a Crise - que, aliás, ocorreu logo após um dos melhores anos do século no mercado americano (a fazer fé no critério de MARTIN FRIDSON, *It was a Very Good Year*, New York, (1998), 67-92), veja-se por todos JOHN KENNETH GALBRAITH, *The Great Crash 1929*, Boston, (1979), de que existe tradução castelhana: *El crac del 29*, Barcelona, (1993).