



Council of the
European Union

Brussels, 17 February 2016
(OR. en)

5990/16

Interinstitutional File:
2015/0268 (COD)

EF 21
ECOFIN 81
CODEC 146
INST 60
PARLNAT 30

COVER NOTE

From:	Portuguese Parliament
date of receipt:	16 February 2016
To:	General Secretariat of the Council
Subject:	Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading [doc. 14890/15 EF 221 ECOFIN 944 CODEC 1638 - COM(2015) 583 final] - Opinion ¹ on the application of the Principles of Subsidiarity and Proportionality

Delegations will find attached a copy of the above mentioned opinion.

¹ Translation(s) of the opinion may be available at the Interparliamentary EU information exchange site IPEX at the following address: <http://www.ipex.eu/IPEXL-WEB/dossier/document/COM20150583.do>



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

Parecer
COM (2015) 583

**Proposta de REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO
CONSELHO relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de
valores mobiliários ou da sua admissão à negociação**

1



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

PARTE I - NOTA INTRODUTÓRIA

Nos termos do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia, com as alterações introduzidas pelas Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, bem como da Metodologia de escrutínio das iniciativas europeias aprovada em 8 de janeiro de 2013, a Comissão de Assuntos Europeus recebeu a Proposta de **REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO** relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação [COM (2015) 583] final.

A supra identificada iniciativa foi enviada à Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa, atento o seu objeto, a qual analisou a referida iniciativa e aprovou o Relatório que se anexa ao presente Parecer, dele fazendo parte integrante.

PARTE II – CONSIDERANDOS

1 – A presente iniciativa diz respeito à Proposta de **REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO** relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação.

2 – Importa, pois, começar por referir que esta Proposta de Regulamento, de acordo com o texto da mesma, constitui um passo essencial para a realização da União dos Mercados de Capitais, tal como estabelecido na comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico Social Europeu e ao Comité das Regiões intitulada «Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais», de 30 de setembro de 2015.



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

3 - A União dos Mercados de Capitais visa ajudar as empresas a aproveitar fontes de capital provenientes de qualquer parte da União Europeia, fazer com que os mercados funcionem de forma mais eficaz e oferecer aos investidores e aforradores oportunidades suplementares de aplicar o seu dinheiro, a fim de aumentar o crescimento e criar postos de trabalho.

4 – Neste contexto, importa referir que a Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho estabeleceu princípios e regras harmonizados para a elaboração, aprovação e publicação dos prospetos aquando da oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado.

É, pois, referido na presente iniciativa que tendo em conta os desenvolvimentos legislativos e de mercado desde a sua entrada em vigor, esta diretiva deve ser substituída.

5 - Deste modo, é referido que a avaliação da Diretiva 2010/73/UE revelou, que determinadas alterações introduzidas pela mesma não cumpriram os seus objetivos iniciais e que são necessárias outras alterações ao regime do prospeto da União, a fim de simplificar e melhorar a sua aplicação, aumentar a sua eficiência e reforçar a competitividade internacional da União, contribuindo desta forma para a redução dos encargos administrativos.

6 – É ainda referido que a divulgação de informações em caso de oferta pública de valores mobiliários ou de admissão de valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado é indispensável para proteger os investidores, suprimindo as assimetrias de informação entre estes e os emitentes. Harmonizar a divulgação das informações permite a criação de um mecanismo de passaporte transfronteiriço que facilitará o funcionamento eficaz do mercado interno para uma multiplicidade de valores mobiliários.



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

7 – Por conseguinte, a utilização de abordagens divergentes resultaria na fragmentação do mercado interno, uma vez que os emitentes, oferentes ou pessoas que solicitam a admissão estariam sujeitos a normas diferentes consoante o Estado-Membro, sendo que os prospetos aprovados num Estado-Membro poderiam não ser autorizados noutros Estados-Membros.

Na ausência de um quadro harmonizado que garanta a uniformidade da divulgação e do funcionamento do passaporte na União, as diferenças entre a legislação dos diferentes Estados-Membros poderia resultar na criação de obstáculos ao bom funcionamento do mercado interno de valores mobiliários.

8 – Assim, a fim de assegurar o correcto funcionamento do mercado interno e de melhorar as condições do seu funcionamento, em particular no que respeita aos mercados de capitais, bem como para assegurar um nível elevado de proteção dos consumidores e dos investidores, é conveniente definir um quadro regulamentar em matéria de prospetos ao nível da União.

9 - Por conseguinte, um prospeto harmonizado da UE constitui um instrumento essencial para a integração dos mercados de capitais em toda a União. Assim que uma autoridade competente nacional aprova um prospeto, o emitente pode solicitar um passaporte para utilizar esse prospeto noutro Estado-Membro da UE. Não serão necessários nesse Estado-Membro «de acolhimento» outras aprovações ou procedimentos administrativos relativos ao prospeto. Este passaporte baseia-se no pressuposto de que o conteúdo mínimo do prospeto está harmonizado a nível da UE, segundo as regras aplicáveis ao prospeto.

10 - A harmonização da informação contida no prospeto deve assegurar uma proteção equivalente dos investidores ao nível da União Europeia. Para que os investidores possam tomar decisões de investimento informadas, essa informação deverá ser suficiente e objetiva, nomeadamente no que respeita à situação financeira do emitente e aos direitos inerentes aos valores mobiliários, e deve ser fornecida de forma sucinta, que facilite a sua análise e compreensão.



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

11 - Quando os valores mobiliários são oferecidos ao público ou admitidos à negociação num mercado regulamentado, é conveniente e necessário que as regras de divulgação assumam a forma legislativa de um Regulamento, a fim de garantir que as disposições que impõem obrigações diretamente às pessoas envolvidas na oferta ao público de valores mobiliários e na admissão de valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado sejam aplicadas de modo uniforme em toda a União.

12 - Uma vez que um quadro jurídico para as disposições aplicáveis aos prospetos implica necessariamente medidas que especifiquem requisitos precisos para todos os aspetos pertinentes, mesmo pequenas divergências de abordagem a propósito de um desses aspetos conduziriam a entraves significativos à oferta transfronteiriça de valores mobiliários, a cotações múltiplas em mercados regulamentados e às regras de proteção dos consumidores na UE.

13 - Por conseguinte, a utilização de um Regulamento, que será diretamente aplicável, não exigindo legislação nacional, deverá limitar a possibilidade de serem tomadas medidas divergentes a nível nacional, assegurando uma abordagem coerente, um maior grau de segurança jurídica e evitando o surgimento de obstáculos significativos às ofertas e cotações múltiplas transfronteiriças.

A utilização de um Regulamento reforçará também a confiança na transparência dos mercados em toda a União e reduzirá a complexidade regulamentar, bem como os custos de pesquisa e conformidade das sociedades.

14 - É, igualmente, referido que com vista a especificar os requisitos estabelecidos na presente Proposta, o poder para aprovar atos em conformidade com o artigo 290.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia deve ser delegado à Comissão no que respeita às situações mencionadas nos considerandos nºs 69, 72 e 73. A Comissão deve igualmente ser habilitada para adotar normas técnicas de execução por meio de atos de execução nos termos do artigo 291.º e em conformidade com o artigo 15.º do Regulamento (UE) n.º 1093/2010.



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

No que respeita à equivalência em matéria da legislação de países terceiros sobre os prospetos, devem ser conferidos poderes de execução à Comissão para que esta tome uma decisão quanto à equivalência em causa. Essas competências devem ser exercidas em conformidade com o Regulamento (UE) n.º 182/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho¹.

15 – É, ainda, mencionado que os valores mobiliários não representativos de capital emitidos por um Estado-Membro ou por uma das autoridades regionais ou locais de um Estado-Membro, por organismos de direito público internacionais de que façam parte um ou mais Estados-Membros, pelo Banco Central Europeu ou pelos bancos centrais dos Estados-Membros não serão abrangidos pelo âmbito de aplicação do presente regulamento, não sendo portanto afetados.

16 – Por último, sublinhar que o objetivo da presente iniciativa é assegurar a proteção dos investidores e a eficiência do mercado, reforçando ao mesmo tempo o mercado único de capitais.

A prestação de informações que, de acordo com a natureza do emitente e dos valores mobiliários, é necessária para permitir aos investidores tomar uma decisão de investimento informada, assegura, juntamente com as regras de exercício da atividade, a proteção dos investidores.

Além disso, tal informação representa um meio eficaz para reforçar a confiança nos valores mobiliários, contribuindo assim para o bom funcionamento e desenvolvimento dos respetivos mercados. Essa informação deverá ser prestada mediante a publicação de um prospeto.

17 – A presente Proposta de Regulamento respeita os direitos fundamentais e observa os princípios reconhecidos, nomeadamente, na Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia. Assim sendo, deve ser interpretada e aplicada em conformidade com esses direitos e princípios.

¹Regulamento (UE) n.º 182/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de fevereiro de 2011, que estabelece as regras e os princípios gerais relativos aos mecanismos de controlo pelos Estados-Membros do exercício das competências de execução pela Comissão (JO L 55 de 28.2.2011, p. 13).



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

Atentas as disposições da presente proposta, cumpre suscitar as seguintes questões:

a) Da Base Jurídica

Artigo 114.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

a) Do Princípio da Subsidiariedade

Um prospeto harmonizado da UE constitui um instrumento essencial para a integração dos mercados de capitais em toda a União. Assim que uma autoridade competente nacional aprova um prospeto, o emitente pode solicitar um passaporte para utilizar esse prospeto noutra Estado-Membro da UE. Não serão necessários nesse Estado-Membro «de acolhimento» outras aprovações ou procedimentos administrativos relativos ao prospeto. Este passaporte baseia-se no pressuposto de que o conteúdo mínimo do prospeto está harmonizado a nível da UE, segundo as regras aplicáveis ao prospeto

Dado que o passaporte tem, por conseguinte, uma natureza europeia, quaisquer melhorias só podem ser efetuadas a nível da UE. Possíveis alternativas, tais como medidas a nível dos Estados-Membros, não conseguiriam atingir de forma suficiente e eficaz os objetivos de criação de uma base harmonizada para a atribuição de um «passaporte» aos prospetos.

Considerando que os objetivos da presente iniciativa, designadamente os de reforçar a proteção do investidor e a eficiência do mercado, ao mesmo tempo criando a União dos Mercados de Capitais, não podem ser suficientemente alcançados pelos Estados-Membros, mas podem, devido aos seus efeitos, ser mais bem alcançados ao nível da União, esta poderá tomar medidas em conformidade com o princípio da subsidiariedade consagrado no artigo 5.º do Tratado da União Europeia.

É, pois, cumprido e respeitado o Princípio da Subsidiariedade.



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

De acordo com o princípio da proporcionalidade, consagrado no mesmo artigo, a presente iniciativa não excede o necessário para alcançar aqueles objetivos.

PARTE III - PARECER

Em face dos considerandos expostos e atento o Relatório da comissão competente, a Comissão de Assuntos Europeus é de parecer que:

1 – A presente iniciativa não viola o princípio da subsidiariedade, na medida em que o objetivo a alcançar será mais eficazmente atingido através de uma ação da União.

2 - A Comissão de Assuntos Europeus prosseguirá o acompanhamento do processo legislativo referente à presente iniciativa, nomeadamente através de troca de informação com o Governo.

Palácio de S. Bento, 16 de Fevereiro de 2016

A Deputada Autora do Parecer

(Maria Luis Albuquerque)

A Presidente da Comissão

(Regina Bastos)

PARTE IV – ANEXO

Relatório da Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa
.....

Relatório da Comissão de Orçamento,
Finanças e Modernização Administrativa
COM(2015)583

Relator: Deputado
Eurico Brilhante Dias
(PS)

[Proposta de REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO
CONSELHO relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores
mobiliários ou da sua admissão à negociação]

1

ÍNDICE

PARTE I – NOTA INTRODUTÓRIA

PARTE II – CONSIDERANDOS

PARTE III – OPINIÃO DO(A) DEPUTADO(A) RELATOR(A)

PARTE IV – CONCLUSÕES

PARTE I – NOTA INTRODUTÓRIA

Nos termos dos n.ºs 1, 2 e 3 do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, alterada pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia, a iniciativa Proposta de “Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação [COM (2015) 583 final] foi enviado à Comissão de Orçamento Finanças e Modernização Administrativa, em 22 de dezembro de 2015, atento o seu objeto, para efeitos de análise e elaboração do presente relatório.

PARTE II – CONSIDERANDOS

Sem prejuízo da análise do princípio da subsidiariedade, sobre o qual mais adiante iremos discorrer – no ponto 3, desta PARTE II – é importante, antes de mais, enquadrar esta iniciativa no quadro do diálogo político entre as instituições europeias e os parlamentos nacionais, ao abrigo do Tratado de Lisboa (nº 3, Artº 5º no âmbito do Título I – Disposições Comuns; Artº 12º b) e f) – no âmbito do Título II – Disposições Relativas aos Princípios Democráticos).

Assim, cumpre-nos sublinhar que a iniciativa tem um enquadramento que podemos apresentar em três dimensões: 1) o da revisão da Diretiva Prospetos (2003/71/CE, já alterada pela Diretiva 2010/73/EU), como elemento da construção da União de Mercado de Capitais (UMC), como consta do Plano de Ação para a União do Mercado de Capitais; 2) o da inclusão da Directiva Prospetos no Programa REFIT [COM (2014)368], já que esta directiva foi sinalizada como uma das que necessitava de revisão/simplificação; e, 3) porque no quadro do denominado ‘Plano Juncker’ [‘Um Plano de Investimento para a Europa’ COM (2014)903 final] foi considerada uma dimensão denominada de ‘Melhorar o Contexto de Investimento’, onde de forma explícita é sublinhado o objectivo de melhorar a “[...] previsibilidade e qualidade da

legislação” e de gerar “[...] Novas fontes de longo-prazo para a economia”, onde se insere também a harmonização de regulamentação que elimine ou mitigue a fragmentação dos mercados de capitais na União Europeia.

Assim, e considerando o enquadramento desta iniciativa europeia, nos pontos seguintes, prosseguiremos com a análise mas detalhada dos objectivos, alterações legislativas e outros instrumentos específicos criados ao abrigo desta comunicação (COM), em função dos públicos-alvo identificados: as PME, o emitentes frequentes (em particular para as suas emissões secundárias), e aqueles emitentes que procurem a ‘portabilidade’ dos prospetos entre mercados capitais de diferentes Estados-Membros – ver página 3 da [COM(2015)583] objecto do parecer.

Finalmente, neste primeiro ponto, deve sublinhar-se que esta iniciativa esteve em consulta pública de 18 de fevereiro a 13 de maio de 2015, tendo recebido 182 contribuições, tendo os proponentes avaliado o impacto das opções estratégicas fundamentais (como pode ser analisado nas páginas 9, 10 e 11 do documento da proposta de regulamento aqui em análise).

1. Em geral

• Objetivo da iniciativa

O objetivo central enunciado desta iniciativa reside na alteração da Diretiva Prospetos (2003/71/CE) com a finalidade de tornar esse instrumento de comunicação com os potenciais investidores – quer títulos de capital, quer de títulos de dívida (obrigações) – mais ‘amigável’, com decisão mais célere por parte das entidades reguladoras nacionais, assim como com menos custos de edição do prospeto, com especial destaque para os emitentes PME e frequentes. Adicionalmente, ao apresentar esta proposta de regulamento as instituições europeias pretendem contribuir para mitigar e progressivamente eliminar a fragmentação dos mercados de capitais, na construção da União de Mercados de Capitais (UMC).

A proposta em análise sublinha que “Os prospetos são documentos legalmente exigidos que apresentam informações sobre uma empresa. Estas informações

constituem base sobre a qual os investidores decidem se devem ou não investir nos diferentes títulos emitidos pelas empresas. Assim, é fundamental que o prospeto não constitua uma barreira desnecessária no acesso aos mercados públicos com vista à obtenção de capital.” (pág. 2). Fixando os proponentes como objetivo global “[...] a redução de um dos principais obstáculos regulamentares que os emitentes enfrentam quando emitem os seus títulos de capital e de dívida para oferta pública” (pág. 3).

Com o intuito de responder ao objetivo fundamental fixado – o propósito – nas várias dimensões enunciadas no ponto prévio, a proposta aqui em análise indica que as medidas propostas na revisão da Directiva Prospetos devem: “i) reduzir os encargos administrativos para a elaboração de prospetos para todos os emitentes, em particular para as PME, emitentes frequentes de valores mobiliários e emissões secundárias; ii) tornar o prospeto num instrumento de divulgação mais pertinente para os potenciais investidores, em especial os interessados em PME; e, iii) obter uma maior convergência entre os prospetos e outras regras de divulgação da UE.” (pág. 3).

- **Principais aspectos**

Tendo em atenção o propósito fundamental enunciado deve sublinhar-se, desde a perspectiva dos proponentes, em que medida se concretizarão os objetivos propostos: primeiro, que um ajustamento regulamentar ao grupo-alvo PME, com um formato ‘pergunta e resposta’, permita reduzir os custos de preparação do prospeto; segundo, reduzir os custos das emissões secundárias através de um regime de divulgação simplificado; terceiro, que o ‘Documento de Registo Universal (DRU)’ anual permita que os emitentes frequentes tenham uma redução de custos – e de tempo – no acesso ao mercado de capitais; e, quarto, que a centralização dos prospetos num sítio em linha na *web* da ESMA (*European Securities and Markets Authority*) permita dar maior visibilidade aos prospetos emitidos, aproximando-os de potenciais investidores.

2. Aspectos relevantes

- Análise e pronúncia sobre questões de substância da iniciativa:

- a. **A proposta altera o limite abaixo do qual as emissões não ficam abrangidas por esta proposta de regulamento**, isto é, “[...] estabelece que ao abrigo do regulamento não é exigido um prospeto para as ofertas públicas de valores mobiliários com um valor inferior a 500.000 EUR”, e que os Estados-Membros podem optar por isentar da obrigação de publicar o prospeto harmonizado estabelecido na presente proposta de regulamento todas as ofertas públicas de valores mobiliários com um valor entre 500.000 EUR e um valor que não seja superior a 10.000.000 EUR. Mais adianta que “esta isenção só é aplicável às ofertas públicas a nível nacional para as quais não seja solicitado um passaporte válido em Estados-membros de acolhimento”. (pág. 15). A Directiva 2003/71/CE apenas estabelecia um limiar de 5.000.000 EUR abaixo do qual os Estados-membros podiam aplicar regras nacionais (o que acontece em 17 Estados-membros).
- b. **Altera a definição de PME** que passa a abranger não só as já consagradas na Diretiva 2003/71/CE, como igualmente as definidas na Diretiva 2014/65/UE aumentando o limiar das ‘sociedades com capitalização bolsista reduzida’ para 200.000.000 EUR.
- c. **Permite a adoção voluntária (art.º 4º) do prospeto UE** mesmo quando “[...] uma oferta de valores mobiliários ao público ou uma admissão de valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado esteja fora do âmbito de aplicação do presente regulamento [...]” (art.º 4º, pág. 47).
- d. **Na distribuição através de intermediários financeiros (retail cascade)** fica definido no art.º 5 que “Não deve ser exigida a publicação de um novo prospeto em eventuais vendas subsequentes de valores mobiliários ou colocação através de intermediários financeiros desde que exista prospeto válido [...] e que o emitente ou a pessoa responsável pela elaboração desse prospeto autorize [...]” (art.º 5º, pág. 47).
- e. Um **novo sumário do prospeto (art.º 7)** baseado em grande medida no Regulamento PRIIP (Regulamento EU 1286/2014) sobre documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento com base em seguros, com uma extensão máxima – 6 páginas A4 –, com um

conjunto de secções obrigatórias (4), mantendo-se a “[...] proibição de inserir informação mediante remissão [...]” (pág. 16 e ver pág. 48).

- f. No art.º 8º altera-se o âmbito de aplicação do instrumento ‘**Prospeto Base**’, já constante na Diretiva 2003/71/CE, incluindo a partir de agora “[...] qualquer tipo de valor mobiliário não representativo de capital e não apenas para os que são emitidos ao abrigo de um programa de ofertas ou de forma contínua e repetida por instituições de crédito.” (pág. 17). Foi ainda suprimida a obrigatoriedade de elaborar um sumário no prospeto base sempre que nele não puderem ser refletidas as condições finais, sendo que será apenas necessário emitir um sumário específico de emissão. Um documento de registo do prospeto base poderá “[...] assumir a forma de um documento de registo universal” (pág. 17).
- g. No art.º 9º são estabelecidas as regras sobre um novo ‘**Documento de Registo Universal /DRU**’. Este novo regime estabelece para o emitente frequente a possibilidade de anualmente elaborar um documento de registo que aquando da apresentação do prospeto lhe permita uma aprovação mais célere pela autoridade competente. Nestes casos a aprovação pela autoridade competente reduz-se de 10 dias para 5 dias. Cria-se igualmente uma regra para verificação *ex-post* do DRU sempre que o emitente frequente tenha visto aprovados os seus três últimos DRUs. Permite ainda que os emitentes frequentes cumpram o estabelecido na Diretiva Transparência incorporando no DRU os seus relatórios financeiros (semestrais e anuais), eliminando a duplicação de requisitos.
- h. Nos art.º 14º e 15º são estabelecidos os ‘**Regimes Específicos de Divulgação**’, devendo dar-se destaque ao formato opcional para as PME (art.º 15º), numa abordagem “pergunta e resposta”, a definir com mais detalhe por ato delegado, ficando a ESMA “[...] habilitada para desenvolver orientações destinadas a ajudar as PME a elaborar um prospeto com esse formato” (pág. 18º). As PME só podem optar por este regime “[...] desde que não tenham valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado.” (nº 1, art.º 15º, pág. 59).

- i. A proposta apresentada **elimina “[...] os incentivos à emissão de títulos de dívida com valores nominais elevados (acima de 100.000 EUR) atualmente contidos [...] (na) Diretiva 2003/71/CE.** Na avaliação de impacto da diretiva em apreço foi identificado que estes incentivos tinham impacto na liquidez do mercado obrigacionista. Ainda assim, os “[...] emitentes que oferecem valores mobiliários não representativos de capital apenas a investidores qualificados ou que exigem uma entrada mínima de 100.000 EUR por investidor continuarão a beneficiar da dispensa da obrigação de elaborar um prospeto.” (ver pág. 19).
- j. O art.º 16º estabelece a forma **como os ‘fatores de risco’ devem constar no prospeto**, focando que devem ser mencionados riscos específicos, repartidos por três categorias que os distingam “[...] pela sua importância relativa com base na avaliação do emitente da sua probabilidade de ocorrência e da dimensão prevista do seu impacto negativo” (art.º 16º, pág. 59).
- k. Foi alargado o “[...] âmbito dos documentos cujas informações podem ser incorporadas mediante remissão num prospeto [...]” sob reserva de que sejam publicadas em formato eletrónico e cumpram o regime linguístico que consta no art.º 25º.
- l. **Foram eliminadas as duas formas de publicação do prospeto constantes na Diretiva 2003/71/CE**, ainda que se mantenha a obrigatoriedade de facultar gratuitamente uma cópia em papel a quem o solicitar. Considera-se que o prospeto se encontra publicado a partir do momento em que se encontra disponível no “[...] sítio da web do emitente, do oferente ou da pessoa que solicita admissão (ou, se for caso disso, no sítio da web dos intermediários financeiros responsáveis pela colocação ou venda dos valores mobiliários) ou no sítio da web do mercado regulamentado em que se solicita a admissão à negociação, ou do operador do sistema de negociação multilateral.” (pág. 20).

- Implicações para Portugal

Para Portugal as implicações desta proposta podem ser agrupadas em três âmbitos: primeiro, no quadro dos impactos para os emitentes; segundo, para os investidores; e, finalmente, para a entidade reguladora do mercado português.

Para os emitentes nacionais esta proposta propõe-se reduzir custos, e estabelece novas regras que podem simplificar o processo de edição de prospetos. Em grande medida com o processo de harmonização, reforço da visibilidade (no sítio da ESMA) e portabilidade, permite que os valores mobiliários emitidos possam ser mais facilmente identificados por potenciais investidores estrangeiros. A redução da fragmentação dos mercados de capitais da UE pode resultar numa colocação mais eficaz dos valores mobiliários, com acesso a investidores externos. A proposta apresentada vai nesse sentido, ainda que seja de tal forma incremental que não altera no essencial a natureza do prospeto, não lhe conferindo maior poder comunicacional (como seria desejável).

Para os investidores, apesar do suprarreferido, o ajustamento do sumário, a maior exigência na explicitação de fatores de risco específicos e a centralização num sítio em linha (na *web* da ESMA) poderão permitir maior comparabilidade e uma maior facilidade na pesquisa (menos custos de transação).

Finalmente, para o regulador português, deve sublinhar-se três aspetos: a alteração dos limiares para 10.000.000 EUR pode abrir a possibilidade de mais emitentes poderem optar por uma emissão ao abrigo de legislação nacional (o que é contraditório com o propósito deste regulamento); segundo, a não alteração do regime da publicitação das emissões, com uma verificação obrigatória *ex-ante*, poderá fazer com que o regulador nacional permaneça como a única autoridade competente que executa esta operação; e, terceiro, esta iniciativa terá impactos orçamentais (ainda que não estimados), pela necessidade de cofinanciar as atividades da ESMA.



3. Princípio da Subsidiariedade

Esta iniciativa surge na sequência – já sublinhada anteriormente – da necessidade identificada de rever a Diretiva Prospetos. Assim, e em particular porque os objetivos da proposta estão no quadro da harmonização e da construção da União do Mercado de Capitais, esta iniciativa não viola o princípio de subsidiariedade.

Poderia questionar-se a utilização da figura do regulamento e não de nova diretiva. Contudo, o facto da Diretiva Prospeto já ter sido objeto de regulamentação própria através de um Regulamento de Execução (CE 809/2004 revisto já em 2012 por Regulamento Delegado), a Comissão entende que a revisão da diretiva em causa pode ser realizada de forma mais eficaz através de um Regulamento e não de emissão de nova diretiva. Este aspeto deve sublinhar-se, fará com que a adoção da iniciativa legislativa não careça de transposição (por iniciativa legislativa dos Estados-Membros).

PARTE III – OPINIÃO DO(A) DEPUTADO(A) RELATOR(A)

A revisão da Diretiva Prospeto (2003/71/CE), apresentando motivos meritórios, em particular no que diz no respeito à mitigação ou progressiva eliminação da fragmentação dos mercados de capitais na UE, fazendo diminuir custos de emissão e edição dos prospetos para um conjunto de grupos-alvo, devendo nós dar destaque neste âmbito às PME, incorpora um conjunto de alterações tendentes à harmonização e simplificação na edição de prospetos para emissão de títulos de capital e títulos de dívida.

Apesar de um propósito global positivo, a proposta de revisão fica em muitos aspetos aquém do necessário, não resolvendo outros que urge resolver. Antes de atender aos aspetos que nos parecem mais relevantes, devemos sublinhar que no quadro do diálogo político entre a Assembleia da República e as instituições europeias, e em particular num contexto onde ainda é possível acolher alterações por parte dos

Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa

colegisladores, o relatório enviado por esta comissão COFMA – a Comissão do Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa – deve refletir uma posição construtiva que não só acautele a posição portuguesa, mas que contribua para que Diretiva Prospetos concretize de facto os seus objetivos.

Primeiro, a revisão proposta não vai suficientemente longe, não permitindo uma reforma do prospeto que lhe confira de facto poder comunicacional perante os potenciais investidores. Se as alterações no sumário vão no caminho certo, e a proposta de prospeto 'pergunta e resposta' para as PME, vão no sentido de maior simplificação, não se percebe porque não estender grande parte desta abordagem à generalidade dos prospetos. Por outro lado, a criação de duas modalidades de prospetos, ainda que com carácter opcional, para grandes empresas e PME, poder-nos-ia levar a concluir que ou o conjunto de informação de grande parte dos prospetos podia, e pode ainda, ser reduzido e rearrumado para comunicar informando melhor os investidores, ou a discriminação (aparentemente) positiva das PME pode ser indutora de uma diminuição de confiança nas emissões deste grupo-alvo.

A opção pela existência de dois regimes é uma opção estratégica – assim afirmada na proposta – que pode levar a que o propósito da proposta não seja concretizado. Este aspeto é particularmente importante para PME de Estados-Membros de menor dimensão, com um tecido empresarial predominantemente constituído por pequenas e microempresas e onde a captação de recursos financeiros pode passar por atração de investidores externos, para quem a harmonização de processos e de suportes comunicacionais das emissões de títulos de capital e de dívida é um aspeto importante. Se a harmonização com redução de custos é o objetivo central, então esta solução da coexistência de dois regimes não é a melhor forma de concretizar. Mas uma vez sublinhamos: sem prejuízo das alterações introduzidas responderem em parte às questões suscitadas pela avaliação da eficácia da Diretiva Prospeto (2003/71/CE), esta podia ser a oportunidade de ir mais longe na harmonização, na simplificação e na redução de custos. Também neste âmbito da harmonização regulamentar, e no caso da organização do Sumário (Art.º 7º), se é interessante que se cinja a 6 páginas A4, proibindo a utilização de remissões para o documento do prospeto, não deixaria de ser útil que fosse estabilizado o conjunto de itens obrigatórios, permitindo maior comparabilidade. Por outro lado, a ideia de que o

regime proposto para as PME não considere a obrigatoriedade de Sumário parece-nos de todo desaconselhável e contrário à boa informação e comunicação da natureza das emissões.

Por outro lado, a revisão dos limiares para a adoção obrigatória deste regulamento pelos Estados-Membros parece-nos contraditória: ou seja, se a portabilidade é um aspeto importante, e a harmonização uma opção central – o que aliás constitui em grande medida a ratio para a intervenção das instituições europeias nesta matéria, não ferindo o princípio da subsidiariedade – esta proposta de regulamento ora proposto deveria reduzir para um limiar único (ex. 2.500.000 EUR) acima do qual é obrigatória a aplicação deste regime do prospeto, eliminando a necessidade de apresentação de prospeto para valores inferiores, ficando ao abrigo de legislação específica do Estado-membro (como propõem para as emissões inferiores a 500.000 EUR).

Este aspeto é particularmente importante porque, em particular nas emissões de títulos de dívida (não de capital), continua a verificar-se no seio da UE 'arbitragem regulamentar' entre Estados-Membros, encontrando os emitentes gaps legislativos, procurando os enquadramentos mais favoráveis desde o ponto de vista dos custos, mas que não o são necessariamente ao nível das práticas de regulação e de proteção dos investidores. Este problema central da harmonização regulamentar persiste e não encontra nesta proposta solução. **É nosso parecer que os legisladores deveriam considerar esta questão e alterar a proposta em apreço limitando a arbitragem, revendo os limiares e procurando maior harmonização com uma regulação eficaz.** A revisão do Art.º 2º, nº 1, alínea m) deveria dar lugar à fixação do "Estado-membro de origem" – *Home Member State* – como o Estado-Membro onde e que o emitente tem a sua sede estatutária, limitando a já citada 'arbitragem regulamentar'. Este aspeto tem especial relevância, entre outras, na emissão de valores mobiliários não representativos de capital cujo valor nominal unitário se eleve a pelo menos 1.000 EUR. Se é certo que esta norma já foi colocada em causa no passado por permitir deslocalizações abusivas ou não justificadas, não se encontra resposta para esta questão na proposta em apreço. É nosso parecer que esta questão poderia ser dirimida/resolvida nesta revisão da Diretiva Prospeto (2003/71/CE).

Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa

Ainda no que toca a aspetos onde a harmonização regulamentar a proposta – no Art.º 21º - em apreço é omissa no que diz respeito à fiscalização ex-ante da publicidade (dos suportes publicitários em papel e outros) às emissões de títulos, quer de capital quer de dívida. Este aspeto é particularmente importante já que a informação contida na publicidade não contempla apenas aspetos técnicos e/ou regulamentares, mas remete para outras dimensões (com léxico próprio) que é importante escrutinar. Recomenda-se que esta vertente de fiscalização ex-ante – realizada por exemplo pelo regulador português – possa ser considerada na versão aprovada pelos legisladores.

Finalmente, no âmbito orçamental, esta iniciativa terá, ainda que de forma limitada, impactos orçamentais na ESMA, e decorrentemente nas entidades reguladoras nacionais. A necessidade de constituir e manter no portal *web* da ESMA uma página que recolha os prospetos emitidos terá impactos nos recursos desta agência, que é financiada não só pelo orçamento europeu como ainda em 60% do total por contribuições dos reguladores nacionais (ex. no caso português pela CMVM). Este aspeto deve ser acautelado e bem monitorizado já que não será neutral desde o ponto de vista orçamental.

É nosso entender que este processo legislativo deve continuar a ser acompanhado por esta comissão, em particular nos aspetos que maior impacto têm na simplificação do prospeto, que podem reduzir custos de emissão e reduzir a fragmentação do mercado de capitais e, ao mesmo tempo, eliminar processo de 'arbitragem regulamentar'.

PARTE IV – CONCLUSÕES

Em face do exposto, a Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa conclui o seguinte:

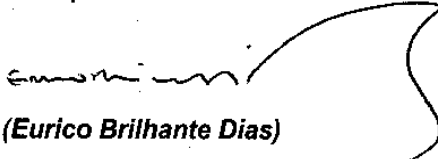
1. A presente iniciativa **não viola o princípio da subsidiariedade, na medida em que o objectivo a alcançar será mais eficazmente atingido através de uma ação da União.**

2. A análise da presente iniciativa suscita questões, que **no quadro do diálogo político entre a Assembleia da República e as instituições europeias, implicam um acompanhamento no futuro**. Esse acompanhamento diz respeito no essencial às alterações que os legisladores ainda podem vir a realizar até à versão final desta proposta. Nesse âmbito, as questões técnicas suscitadas, em particular no quadro da adoção de regimes simplificados (na coexistência com o regime normal de edição de prospetos para emissão de valores mobiliários), da revisão dos limiares de aplicação obrigatória da proposta de regulamento, em apreço, da eliminação da possível 'arbitragem regulamentar' na colocação de valores mobiliários não representativos de dívida e da criação de norma (ou recomendação) para a verificação *ex-ante* dos suportes publicitários das emissões de valores mobiliários. Estes aspetos podem conduzir a um regulamento mais eficaz para a edição de prospetos para a venda/colocação de valores mobiliários.

3. A Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa dá por concluído o escrutínio da presente iniciativa, devendo o presente parecer, nos termos da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, alterada pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, ser remetido à Comissão de Assuntos Europeus para elaboração de Parecer, o qual deverá reflectir as questões elencadas no número 2, ou seja prosseguir o acompanhamento do processo legislativo referente à presente iniciativa.

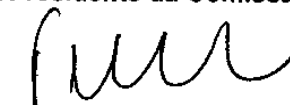
Palácio de S. Bento, 1 de fevereiro de 2016

O Deputado Relator



(Eurico Brilhante Dias)

A Presidente da Comissão



(Teresa Leal Coelho)