
A REFORMA LEGISLATIVA DO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS NO QUADRO DAS NOVAS DIRECTIVAS COMUNITÁRIAS

NOVEMBRO DE 2007

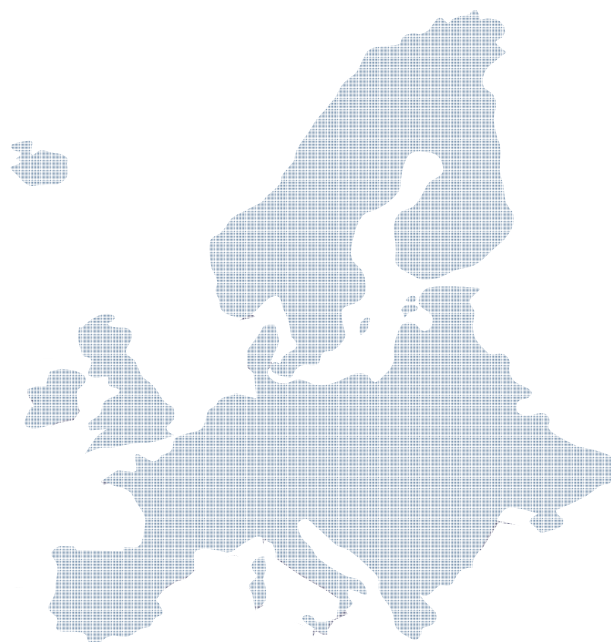


CMVM



A Reforma Legislativa do Mercado de Capitais Português no Quadro das Novas Directivas Comunitárias

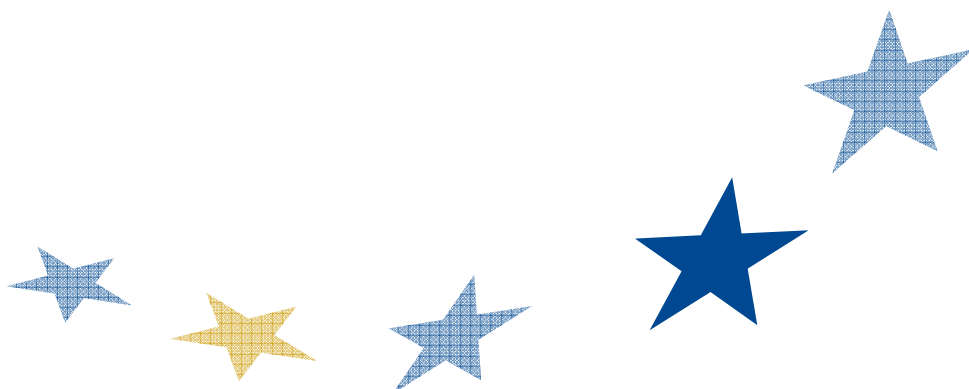
NOVEMBRO DE 2007



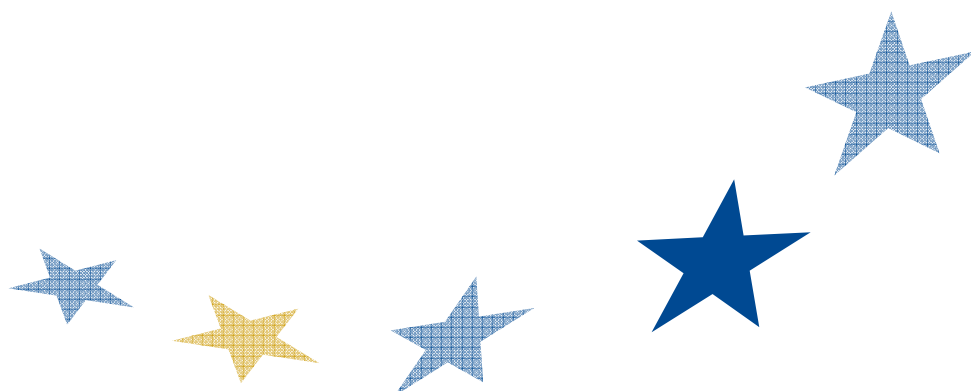
Este documento foi elaborado com o objectivo de facilitar o conhecimento das principais directivas europeias aplicáveis ao mercado de capitais e aos seus agentes e operadores, as suas implicações práticas e as opções regulatórias preconizadas pela CMVM.

ÍNDICE

1. Síntese das Novas ou Futuras Directivas Europeias na Área Financeira	05
• Directivas Adoptadas.....	05
• Medida Actualmente em Discussão.....	07
2. Calendário de Transposição	08
3. As Principais Directivas Financeiras	11
3.1 Directivas Já Transpostas	12
• Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros.....	12
• Directiva da Transparência.....	17
• Directiva das OPA.....	22
• Directiva do Abuso de Mercado.....	27
• Directiva do Prospecto.....	32
3.2 Directivas a Transpor	35
• Directiva da Auditoria.....	35
• Directiva das Contas Anuais e Contas Consolidadas.....	39
• Directiva sobre Direitos de Voto dos Accionistas.....	43
• Directiva sobre Capital Social.....	47
Anexo I – Comité Europeu das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR)	50
• Descrição.....	50
• Trabalhos do CESR relativos às Directivas Europeias.....	52
Anexo II – O Processo “Lamfalussy” Aplicável à Elaboração de Normas Comunitárias na Área Financeira	54



1. SÍNTESE DAS NOVAS OU FUTURAS DIRECTIVAS EUROPEIAS NA ÁREA FINANCEIRA



1. SÍNTESE DAS NOVAS OU FUTURAS DIRECTIVAS EUROPEIAS NA ÁREA FINANCEIRA

DIRECTIVAS ADOPTADAS

- **Informação e operações financeiras**

**Regulamento relativo à aplicação
das Normas Internacionais de Contabilidade:**

Permite uma aproximação unificada das contas das sociedades cotadas na União Europeia e favorece a comparação das situações financeiras destas sociedades.

Directiva dos Prospectos – Transposta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 52/2006 de 15 de Março

Harmoniza a informação a incluir no prospecto e tem como objectivo criar um regime único europeu de informação financeira assim como o passaporte europeu para a emissão e a admissão à negociação de acções e de outros valores mobiliários na Europa.

Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição – Transposta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro

Estabelece as regras para a realização de ofertas públicas de aquisição nos mercados regulamentados europeus prevendo, nomeadamente, o princípio da oferta obrigatória em caso de **alteração de controlo**.

Directiva da Transparência – Transposta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007 que altera o Código dos Valores Mobiliários.

Unifica as exigências da informação periódica e permanente das sociedades cotadas nos mercados regulamentados bem como a **obrigatoriedade de comunicação de participações qualificadas**.

- **Mercados e Intermediários Financeiros**

Directiva dos Conglomerados Financeiros – Transposta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 145/2006, de 31 de Julho

Reforça a supervisão dos grupos financeiros conferindo uma competência prudencial complementar específica ao regulador da actividade predominante dos conglomerados.



SÍNTESE DAS NOVAS OU FUTURAS DIRECTIVAS EUROPEIAS NA ÁREA FINANCEIRA

Directiva de Abuso de Mercado – Transposta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 25 de 2006 de 15 de Março. Estabelece o regime de combate ao abuso de informação privilegiada, à manipulação de mercado e à difusão de falsa informação, e impõe obrigações específicas às sociedades cotadas e aos intermediários financeiros.

Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Transposta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro. Estabelece três formas organizadas de negociação, põe em prática regras de boa conduta e de transparência aplicáveis a todos os prestadores de serviços de investimento e às empresas do mercado bem como a troca de informação entre os reguladores nacionais.

- **Gestão e Comercialização de Produtos de Poupança**

Directiva dos Organismos de Investimento Colectivo

(Directivas 2001/107/CE e 2001/108/CE)

Clarificam o regime dos organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), alarga as possibilidades de investimento nos OICVM e aumenta a protecção dos investidores através da elaboração de um prospecto com conteúdo mais detalhado pelas sociedades gestoras.

Directiva de venda à distância dos serviços financeiros – Transposta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 95/2006, de 29 de Maio

Proíbe as práticas comerciais abusivas, restringe a comercialização feita através de chamadas telefónicas ou mensagens electrónicas não solicitadas, reforça a obrigação de fornecer aos consumidores informações completas antes da assinatura de um contrato e dá ao consumidor o direito de rescindir o contrato num prazo determinado.

Directiva das práticas comerciais desleais – Em transposição (prazo de transposição 12 de Junho de 2007)

Trata de questões do interesse económico dos consumidores, antes ou depois das transacções comerciais, sobre todo o tipo de produtos. Aplica-se caso as directivas sectoriais financeiras não cubram especificamente estas práticas.



SÍNTESE DAS NOVAS OU FUTURAS DIRECTIVAS EUROPEIAS NA ÁREA FINANCEIRA

◆ **MEDIDAS ADOPTADAS**

• **Direito das Sociedades, Governo das Sociedades e Contabilidade**

Recomendações sobre a remuneração dos administradores das sociedades cotadas

Estabelece regras de transparência nas sociedades cotadas no que respeita à remuneração dos administradores

Recomendações sobre o papel dos administradores não executivos nas sociedades cotadas

Precisa qual o papel dos administradores não executivos e dos membros do conselho de supervisão, em caso de conflito de interesses, estabelecendo as normas mínimas relativas às suas qualificações e à sua independência

Directiva que altera a 8ª Directiva sobre o controlo legal das contas

Reforçar o controlo público da auditoria, impor a aplicação destas normas internacionais de auditoria (IAS) no controlo legal das contas na União Europeia, melhorar o controlo de qualidade, a independência e a transparência das sociedades de auditoria e das suas reservas bem como reforçar os comités de auditoria e de controlo interno das sociedades cotadas.

Directiva que altera a 4ª e 7ª directivas sobre as contas anuais e as contas consolidadas - Em transposição

Confirma a responsabilidade colectiva dos dirigentes sobre a informação financeira, introduz uma declaração anual sobre o governo das sociedades e os sistemas de controlo interno e aumenta a transparência nas transacções.

Directiva que altera a 2ª Directiva sobre o Capital das Sociedades Anónimas (Directiva 2006/68/CE)

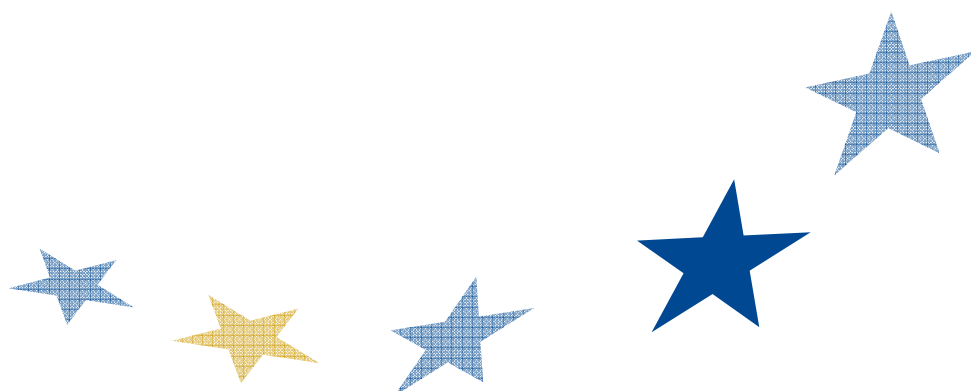
Permite aos Estados-Membros eliminar certas exigências declarativas e facilitar certas evoluções jurídicas ou financeiras do capital das sociedades. A 2ª Directiva visa coordenar as garantias que são exigidas às sociedades no que respeita à constituição da sociedade anónima bem como à conservação e às modificações do seu capital social.

◆ **MEDIDA ACTUALMENTE EM DISCUSSÃO**

Directiva sobre o Exercício de Direitos de Voto pelos Accionistas

Facilita o exercício dos direitos de voto nas assembleias gerais das sociedades e resolve problemas que venham a surgir no exercício transfronteiriço destes direitos.

2. CALENDÁRIO DE TRANSPOSIÇÃO



2. CALENDÁRIO DE TRANSPOSIÇÃO

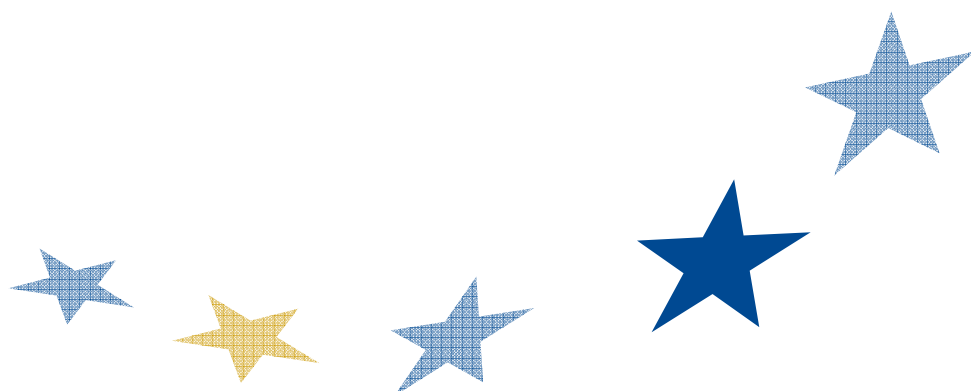
Directivas	2005				2006				2007			
	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.
Abuso de Mercado												
Transposição Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março Entrada em vigor 30 de Março de 2006												
Prospectos												
Regulamento Europeu em vigor desde 1 de Julho de 2005												
Transposição Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março Entrada em vigor 30 de Março de 2006												
OPA												
Transposição Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro Entrada em vigor 7 de Novembro de 2006												
Transparência												
Transposição Decreto-Lei n.º 357-A/2007 de 31 de Outubro Entrada em vigor 1 de Novembro de 2007												
Mercados de Instrumentos Financeiros												
Transposição Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro (Alterações ao Código de Valores Mobiliários) Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de Outubro (Sociedades de Consultoria para Investimento) Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de Outubro (Sociedades Gestoras de Mercado Regulamentado e de Sistemas) Entrada em vigor 1 de Novembro de 2007												



CALENDÁRIO DE TRANSPOSIÇÃO

Directivas	2005				2006				2007				2008				2009				
	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.	1º Tr.	2º Tr.	3º Tr.	4º Tr.	
Auditoria																					
Consulta Pública sobre Ante-Projecto de Transposição até 30 de Novembro de 2007																					
Contas Anuais e Contas Consolidadas																					
Transposição parcial pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007 de 31 de Outubro																					
Directiva sobre Capital Social																					
Prazo de Transposição 15 de Abril de 2008																					
Directiva sobre Direitos dos Accionistas																					
Prazo de transposição 3 de Agosto de 2009																					

3. AS PRINCIPAIS DIRECTIVAS FINANCEIRAS EM TRANSPOSIÇÃO PARA O DIREITO PORTUGUÊS



3. AS PRINCIPAIS DIRECTIVAS FINANCEIRAS

3.1 DIRECTIVAS JÁ TRANSPOSTAS

- ◆ **DIRECTIVA DOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS (DMIF)** - Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro (alterações e republicação do Código dos Valores Mobiliários) - Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de Outubro (Regime jurídico das Sociedades de Consultoria para Investimento) - Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de Outubro (Regime jurídico das Sociedades Gestoras de Mercado Regulamentado e de Sistemas)

Nível 1


Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004 relativa aos mercados de instrumentos financeiros. Altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho.

Directiva 2006/31/EC do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Abril de 2006, que altera a Directiva 2004/39/CE, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, no que diz respeito a certos prazos.

2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

Nível 2

Directiva n.º 2006/73/CE da Comissão, de 10 de Agosto de 2006, que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

Regulamento (CE) N.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de Agosto de 2006, que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva. 

DIRECTIVA DOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS (DMIF)

Transposição

A DMIF foi transposta para o direito interno pelos Decretos-Lei n.º 357-A/2007, 357-B/2007 e 357-C/2007, todos de 31 de Outubro, o primeiro dos quais implicou a alteração de 170 dos actuais 422 artigos do Código dos Valores Mobiliários e a adição de 56 novos artigos.

Negociação organizada de valores mobiliários e deveres de transparência

O novo regime altera substancialmente o quadro da negociação de instrumentos financeiros, procedendo a uma nova organização dos espaços de negociação e acabando com a regra de concentração da execução das ordens em mercados regulamentados. Paralelamente aos mercados regulamentados – cujo regime é agora definido ao nível comunitário – a DMIF reconhece e regula os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática.

Reconhece-se a gestão de sistemas de negociação multilateral como nova actividade de intermediação financeira, reservando-a a instituições de crédito, sociedades financeiras de corretagem, sem prejuízo o poderem fazer também as sociedades gestoras de mercados regulamentados e as empresas com este objecto social exclusivo (sociedades gestoras de sistemas de negociação multilateral, novo tipo de empresa de investimento).

O desenvolvimento destas matérias é remetido para o Regulamento da Comissão Europeia n.º 1287/2006.

Face à multiplicidade de locais de execução, impõem-se requisitos de transparência pré e pós negociação destinados a assegurar a não fragmentação da negociação, manutenção da liquidez e eficiência no processo de formação de preços no segmento accionista. A CMVM poderá vir a estabelecer, por regulamento, requisitos de pré e pós transparência relativos a transacções sobre outros valores mobiliários que não as acções.

As normas relativas a mercados regulamentados passam a ser harmonizadas a nível europeu e os membros admissíveis deixam de ser definidos por tipo (intermediários financeiros no actual regime) mas em função do cumprimento de requisitos estabelecidos.

Consultoria para investimento em instrumentos financeiros

A consultoria para investimento passa de serviço auxiliar a serviço de investimento e o CódVM admite que, além dos intermediários financeiros autorizados a prestar este serviço, - também os consultores para investimento (pessoas singulares e colectivas) possam prestar este serviço (embora circunscrevendo-se ao aconselhamento de valores mobiliários) podendo igualmente prestar o serviço de recepção e transmissão de ordens em valores mobiliários e unidades de participação em organismos de investimento colectivo, dentro de determinados condicionalismos. Os consultores para investimento não beneficiam do passaporte comunitário e da liberdade de estabelecimento de sucursais.



DIRECTIVA DOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS (DMIF)

As entidades que pretendam exercer a actividade de consultoria para investimento em instrumentos financeiros de forma exclusiva e reúnam os requisitos necessários que lhes permitam qualificar-se como empresas de investimento passam a beneficiar do passaporte comunitário e da liberdade de estabelecimento de sucursais. A criação da “sociedade de consultoria para investimento” está prevista no DL 357-B/2007.

Agentes Vinculados

Os agentes vinculados assumem o papel actualmente desempenhado pelos prospectores. É-lhes permitido, em nome e sob responsabilidade total de um único intermediário financeiro, a promoção dos serviços deste, angariação de clientes, prestação de serviços de recepção de ordens, colocação de instrumentos financeiros, aconselhamento sobre instrumentos financeiros e sobre os serviços prestados pelo intermediário financeiro. Permite-se igualmente - que os agentes vinculados recebam - ou entreguem fundos dos clientes, salvo se o intermediário financeiro o não autorizar.

As pessoas colectivas, adoptando a forma societária, passam a poder exercer esta actividade.

Organização das empresas de investimento e normas de conduta

No que respeita a requisitos organizativos e normas de conduta aplicáveis a intermediários financeiros, o Código dos Valores Mobiliários consagra, essencialmente, princípios e regras gerais, resultantes da transposição da Directiva 2006/73/CE. Esta matéria é acompanhada pela previsão da responsabilização dos membros do órgão de administração do intermediário financeiro pelo cumprimento das exigências impostas pela DMIF.

Destaca-se, pela sua relevância, o novo regime da execução de ordens, fazendo-se impenhor sobre o intermediário financeiro o dever de adoptar uma política de execução de ordens, o ónus de demonstrar que executou as ordens de um dado investidor de acordo com a mesma e a exigência de divulgação da política aos clientes.

Adicionalmente, sempre que se verifique possibilidade de execução fora de um mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral impõe-se a obtenção do consentimento prévio e expresso do cliente.



DIRECTIVA DOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS (DMIF)

Ainda ao nível dos deveres de conduta é de realçar o grau de detalhe do CódVM no que toca aos elementos informativos que devem ser transmitidos aos clientes potenciais ou actuais, bem como à classificação de clientes em três categorias (contrapartes elegíveis, investidores qualificados e investidores não-qualificados) que determinam o grau de exigência da aplicação das normas de conduta e de protecção dos investidores.

A matéria relativa a organização interna dos intermediários financeiros consta também do CódVM, salientando-se a plena transposição da ponderação pela natureza, dimensão e complexidade da actividade do intermediário financeiro a exigência de sistemas independentes de controlo interno, de gestão de riscos e de auditoria interna.

Ponto da Situação

O Conselho Directivo da CMVM aprovou um conjunto de regulamentos que oportunamente foi submetida a consulta pública:

- Regulamento da CMVM n.º 3/2007 sobre Mercados Regulamentados e Sistemas de Negociação Multilateral, revogando o Regulamento da CMVM n.º 5/2000, de 23 de Fevereiro;
- Regulamento da CMVM n.º 4/2007 sobre Entidades Gestoras de Mercados, Sistemas e Serviços, revogando o Regulamento da CMVM n.º 4/2001, de 24 de Outubro;
- Regulamento da CMVM n.º 5/2007 sobre a Compensação, Contraparte Central e Liquidação, revogando o Regulamento da CMVM n.º 15/2000, de 23 de Fevereiro;
- Regulamento da CMVM n.º 6/2007 sobre o Mercado Especial de Dívida Pública, revogando o Regulamento da CMVM n.º 22/2000, de 30 de Junho);
- Regulamento da CMVM n.º 2/2007 sobre o exercício de actividades de intermediação financeira, revogando os regulamentos da CMVM n.º 12/2000, n.º 21/2000 e n.º 6/2006;
- Alteração aos regulamentos da CMVM nº 15/2003 e nº 8/2002 relativos aos organismos de investimento colectivo e aos fundos de investimento imobiliário;
- Regulamento da CMVM relativo à comercialização de contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos e a contratos de seguro ligados a fundos de investimento;
- Regulamento sobre a comercialização pública de contratos relativos ao investimento em bens corpóreos;
- Instrução da CMVM n.º 2/2007 relativa ao Reporte de Operações previsto no artigo 315.º do Código dos Valores Mobiliários.



♦ **DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA** - Decreto Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro

Nível 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.

Nível 2

Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece as normas de execução de determinadas disposições 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.

Transposição

A Directiva da Transparência foi transposta para o direito interno pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007 que altera o Código dos Valores Mobiliários (CódVM).

Principais Alterações introduzidas

O novo regime introduz no direito nacional as medidas que visam harmonizar em todos os países da União Europeia as exigências informativas que incidem sobre os emitentes de valores mobiliários negociados em mercado regulamentado, bem como elevar, por este via, o nível de protecção dos investidores.

Estabelece-se o idioma em que a informação deve ser prestada, a periodicidade de apresentação de informação financeira, a comunicação de participações qualificadas, os mecanismos de disseminação da informação ao público e os sistemas para o seu armazenamento.

A Directiva foi aditada pela Decisão de 4 de Dezembro de 2006 da Comissão Europeia relativa à utilização de informações elaboradas com base em normas de contabilidade aceites internacionalmente por emitentes de valores mobiliários de países terceiros. Esta Decisão estabelece as condições em que os emitentes de países terceiros devem elaborar as suas demonstrações financeiras quando não utilizem as IAS/IFRS.



DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA

O Código dos Valores Mobiliários passa a incluir as disposições da Directiva sobre:

- a divulgação da escolha do Estado Membro de Origem pelos emitentes cotados, quando existir a possibilidade de opção;
- o conteúdo mínimo das demonstrações financeiras semestrais não consolidadas;
- as transacções entre partes relacionadas;
- o calendário de dias de negociação para efeitos de comunicação de participações qualificadas;
- a forma e prazos de comunicação de participações qualificadas;
- os mecanismos de controlo da actividade dos criadores de mercado;
- as condições de independência que devem ser satisfeitas pelas sociedades gestoras e empresas de investimento para que não lhes sejam imputáveis as participações qualificadas detidas por fundos por elas geridos;
- a disseminação da informação;
- a equivalência.

A Comissão Europeia aprovou um formulário harmonizado para a comunicação de participações qualificadas cuja utilização ainda não é obrigatória.

A. Participações qualificadas

O Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que transpõe a Directiva das OPA para o direito interno, antecipou também a transposição das disposições da Directiva da Transparência relativas à imputação de direitos de voto de organismos de investimento colectivo e patrimónios sob gestão às sociedades que pertençam ao mesmo grupo ou dominem as respectivas entidades gestoras.

O novo regime estipula as condições de independência que intermediário financeiro ou entidade gestora dominadas terão de cumprir para que a sociedade dominante beneficie da excepção de agregação de participações qualificadas, completando o regime que lhes é aplicável.

São clarificadas as condições e o prazo em que deve ser cumprido o dever de comunicação de participação qualificada, estabelecendo uma presunção sobre o conhecimento do facto que gera o dever de comunicação. É estipulado como relevante para efeitos de contagem dos prazos de comunicação o calendário de dias de negociação vigente no Estado de Origem do emitente.



DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA

Havendo vários obrigados pode ser feita uma única comunicação. Quem receba várias procurações para exercício de direitos de voto numa única assembleia pode também, numa mesma comunicação, divulgar a quantidade de direitos de voto adquiridos por essa via, desde que inclua toda a informação quanto ao prazo de detenção e posterior disposição dos direitos de voto.

Estabelece-se uma isenção de comunicação de participações que ultrapassem ou atinjam o limiar de 2% e 5% dos direitos de voto. Especifica-se os meios de controlo ao dispor das autoridades competentes para aferirem da utilização adequada deste benefício.

Os criadores de mercado beneficiam de uma excepção de comunicação das participações que ultrapassem ou atinjam o limiar de 5% dos direitos de voto. Especifica-se os meios de controlo ao dispor das autoridades competentes para aferirem da utilização adequada deste benefício.

B. Conteúdo mínimo das demonstrações financeiras semestrais não consolidadas

O novo regime delimita o conteúdo mínimo das demonstrações financeiras semestrais condensadas que deverão ser apresentadas pelos emitentes que não são obrigados a apresentar demonstrações financeiras consolidadas, prevendo, nomeadamente, a inclusão de informação financeira que assegure a comparabilidade com a informação anual e notas explicações suficientes para garantir que o destinatário entende adequadamente a informação.

C. Disseminação de informação

O Código dos Valores Mobiliários passa a definir em que condições os emitentes ficam obrigados a disseminar informação ao público, indicando os padrões mínimos de qualidade dos meios de comunicação que sejam utilizados.

A informação deve constar de um texto não editado, com excepção dos documentos relativos a contas anuais, semestrais ou informação intercalar da administração cuja divulgação se admite possa ser feita através de um anúncio com remissão para os locais onde a informação se encontra acessível.

Adicionalmente o emitente é obrigado a assegurar a disponibilidade de informação adicional quanto à transmissão da informação, nomeadamente o nome da pessoa que a transmitiu, os dados relativos à validação dos mecanismos de segurança da transmissão, data e hora de transmissão, meio de transmissão e dados de qualquer embargo à divulgação impostos pelo emitente.



DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA**D. Equivalência com Países Terceiros**

Os emitentes de países terceiros podem ser dispensados de alguns deveres informativos se a legislação do país de origem estabelecer deveres considerados equivalentes.

Esse juízo de equivalência pode ser feito, relativamente ao conteúdo da informação financeira anual, relatório de gestão intercalar, responsabilidade pela informação, informação financeira individual, informação intercalar da administração, dever de comunicação de transacções em acções próprias, informação sobre capital social e direitos de voto, comunicação de participações qualificadas e condições de independência de sociedades gestoras e intermediários financeiros.

No que respeita à prestação de informação periódica:

- o prazo de divulgação das contas anuais foi reduzido para 4 meses após o termo do exercício;
- a publicação não depende de aprovação prévia pela Assembleia Geral;
- deixou de ser obrigatória a apresentação de contas trimestrais pelas PME cotadas que, durante dois anos consecutivos, não ultrapassem dois dos seguintes limites:
 - total do balanço igual ou superior a 100 milhões de euros;
 - total das vendas líquidas e outros proveitos igual a 150 milhões de euros;
 - número de trabalhadores igual ou superior a 150;

devendo contudo divulgar uma declaração do órgão de administração contendo uma descrição geral da posição financeira e do desempenho do emitente e das empresas por si dominadas e uma descrição explicativa das ocorrências materiais e das transacções feitas e da sua incidência sobre a posição financeira;

- tornou-se obrigatória a publicação anual de uma declaração de cada um dos responsáveis pela preparação da informação financeira do emitente, em que afirme que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação foi elaborada em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis, dando uma imagem verdadeira e apropriada do activo e do passivo, da situação financeira e dos resultados da empresa e que o relatório de gestão expõe fielmente a evolução dos negócios.

Quanto à comunicação de participações qualificadas:

- o prazo de comunicação foi alargado para 4 dias de negociação (actualmente 3 dias seguidos), no caso do comprador e do vendedor, passando os emitentes a dispor de 3 dias de negociação para efectuar a publicação. Cabe às autoridades de supervisão publicar o calendário dos dias de negociação;



DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA

- os titulares das participações deixem de estar obrigados a informar sobre a percentagem de direitos de voto calculada em função das acções próprias da sociedade, devendo os emitentes passar a divulgar mensalmente o número total de direitos de voto e o capital social sempre que ocorra um aumento ou uma diminuição das acções próprias;
- a comunicação pode ser feita em formulário padronizado, aplicável em todos os Estados-Membros.

Foram estabelecidas excepções ao dever de comunicação de participações qualificadas, tais como as respeitantes às transacções destinadas unicamente a assegurar a liquidação de operações e realizadas durante os três dias do ciclo normal de liquidação.

As condições em que as sociedades gestoras de fundos podem beneficiar da não imputação de direitos de voto desses fundos a outras sociedades do mesmo grupo foram já objecto de intervenção legislativa, como atrás se disse a respeito do diploma de transposição da Directiva das OPA (vd. pág. 15).

♦ **DIRECTIVA DAS OPA** - Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro

Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição.

Transposição

A Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) foi transposta para o direito português pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que entrou em vigor no dia 7 de Novembro, aplicando-se apenas às OPA preliminarmente anunciadas após essa data.

Principais Alterações Introduzidas pela Directiva

A Directiva das OPA teve como objectivos principais:

- a protecção dos interesses dos titulares de valores mobiliários com direito de voto em sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro no caso de essas sociedades serem objecto de ofertas públicas de aquisição ou de mudanças de controlo e desde que, pelo menos em parte, tais valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado situado num Estado-membro;
- o aperfeiçoamento dos mecanismos do Mercado Interno no campo do controlo societário, assegurando a qualquer oferente a possibilidade de adquirir participações maioritárias noutras sociedades e de exercer plenamente o seu controlo.

Para o efeito, a Directiva consagrou, pela primeira vez a nível comunitário, um conjunto de regras nucleares no domínio das ofertas públicas de aquisição e das transições de controlo em sociedades cotadas, algumas das quais já se encontravam em vigor em Portugal antes da transposição.

As principais matérias abrangidas pela directiva são:

- dever de lançamento de OPA;
- medidas defensivas preventivas e reactivas e reciprocidade;
- aquisições e alienações potestativas.

O Decreto-Lei de transposição inclui ainda alterações relevantes aos critérios de imputação de direitos de voto, estabelecendo um regime transitório para os casos em que aplicação das novas regras possa implicar a ultrapassagem de um dos limiares de lançamento de OPA.



DIRECTIVA DAS OPA

A. Harmonização do Dever de Lançamento de OPA

Sempre que ocorra uma mudança de controlo de uma sociedade emitente de valores mobiliários negociados (ainda que parcialmente) num mercado regulamentado situado num Estado-Membro da União Europeia, a protecção dos accionistas minoritários assenta no dever que é conferido a quem assuma esse controlo, de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, tendo em vista a aquisição das respectivas participações a um preço justo.

Os destinatários de uma oferta pública de aquisição (“OPA”) deverão ser devidamente informados acerca das condições da mesma, através da divulgação de um documento informativo relativo à oferta.

Para reduzir a possibilidade de situações de abuso de informação privilegiada, o oferente é obrigado a anunciar a OPA logo que tome a decisão de a lançar.

B. Medidas Defensivas Preventivas e Reactivas e Reciprocidade

Considerando que a mudança de controlo da sociedade pode ser considerada hostil ou não desejada pelo órgão de administração da sociedade, a Directiva das OPA procurou delimitar os casos em que as sociedades podem adoptar medidas destinadas a frustrar essa mudança de controlo:

- previamente ao lançamento de qualquer OPA (medidas defensivas preventivas);
- na pendência de uma OPA (medidas defensivas reactivas).

A directiva deixou, contudo, aos Estados Membros, a possibilidade de adoptarem diferentes soluções de transposição, nomeadamente no que respeita à adopção, pelas sociedades alvo de OPA, destas medidas defensivas.

Em Portugal, a transposição centrou a adopção de medidas defensivas na decisão dos accionistas tomada em assembleia geral.

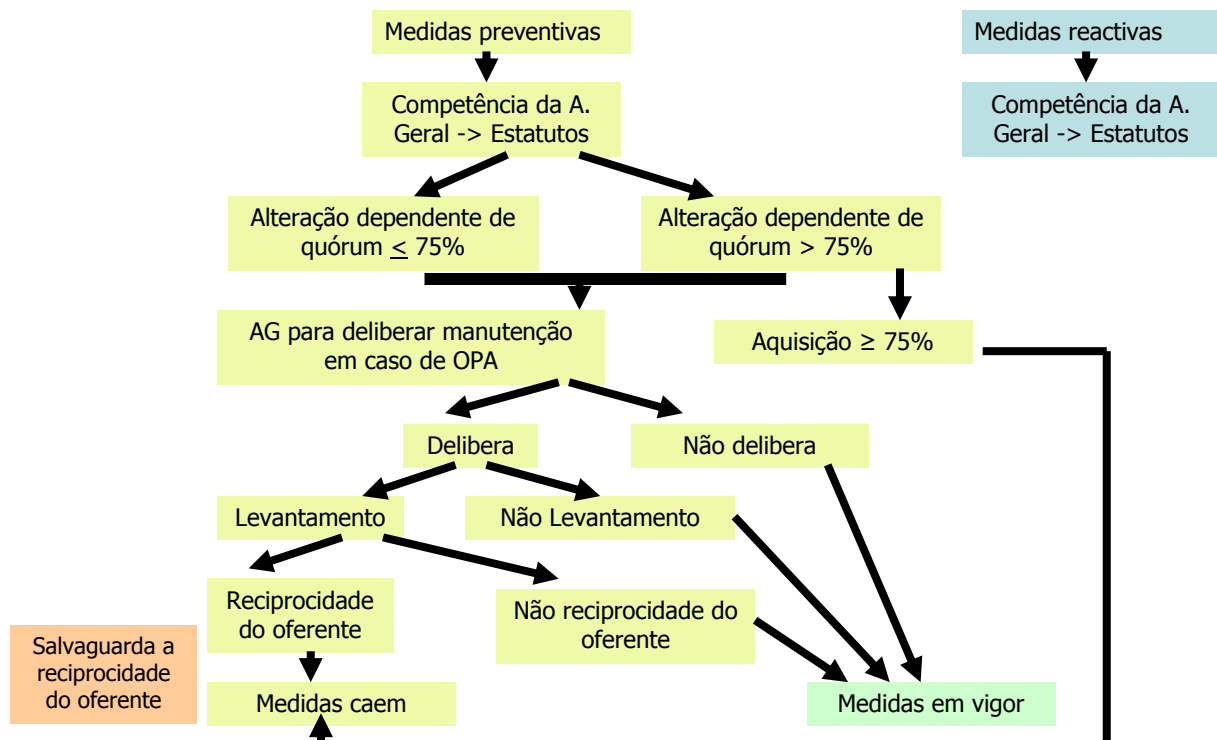
As sociedades poderão dotar-se de medidas defensivas preventivas se a assembleia geral assim o deliberar. Os estatutos podem ainda prever que essas medidas deixem de ser eficazes se, em resultado de uma OPA, um dos accionistas adquirir mais de 75% dos direitos de voto, obrigando a nova lei, nesse caso, à fixação de uma indemnização aos accionistas minoritários.



DIRECTIVA DAS OPA

A nova lei permite ainda que os estatutos das sociedades prevejam a ineficácia das medidas defensivas preventivas caso a OPA seja lançada por uma sociedade que não disponha, ela própria, de mecanismos estatutários anti-OPA.

Finalmente, prevê-se que nos casos em que os estatutos exijam uma maioria superior a 75% para a remoção das medidas defensivas, estas se tornem ineficazes quando alguém adquira acções que representem mais de 75% dos direitos de voto.



Quanto às medidas defensivas reactivas, a nova lei não introduziu alterações significativas ao regime português que já as permitia desde que aprovadas pelos accionistas em assembleia geral por maioria de 2/3.

Realça-se que, de acordo com o novo regime resultante da transposição, seja qual for a opção tomada pelas sociedades a respeito das defesas anti-OPA, é essencial que essa decisão seja transparente, permitindo ao mercado conhecer quais as empresas que dispõem desses mecanismos e em que casos é que estes se podem tornar ineficazes.

C. Aquisições e Alienações Potestativas

São harmonizadas as regras que permitem ao oferente que tenha passado a deter, na sequência de uma OPA, 90% dos direitos de voto de uma sociedade, adquirir potestativamente os valores mobiliários remanescentes.



DIRECTIVA DAS OPA

Simetricamente, permite-se que, nas mesmas circunstâncias, os titulares dos valores mobiliários remanescentes possam exigir que o oferente proceda à aquisição dos seus valores mobiliários.

Principais Opções de Transposição

A. Imputação de Direitos de Voto

O Decreto-Lei de transposição da Directiva das OPA alargou os critérios de imputação de direitos de voto, para efeitos do cálculo de participações qualificadas em sociedades abertas, de modo a incluir as relações baseadas em concertação entre os participantes.

Passam, assim, a ser imputados ao mesmo accionista as acções detidas por outra pessoa com quem tenha sido celebrado algum acordo destinado a adquirir, alterar ou frustrar o domínio da sociedade ou que constitua instrumento do exercício concertado de influência sobre esta. Presume-se que são instrumentos de exercício concertado de influência os acordos relativos à transmissibilidade das acções (cabendo aos signatários do acordo a eventual ilisão dessa presunção).

Sempre que essas participações impliquem a ultrapassagem de um dos limiares de lançamento de OPA obrigatória (um terço e metade dos direitos de voto), os respectivos titulares dispõem de 180 dias para alterar ou revogar os acordos que motivaram a imputação dos direitos de voto, para ilidir, perante a CMVM, a presunção de exercício concertado de influência sobre a sociedade ou para proceder à alienação das acções que excedam o referido limiar.

Por outro lado, os direitos de voto correspondentes a acções integrantes de fundos ou carteiras, geridos por uma sociedade gestora de organismos de investimento colectivo são, por regra geral, imputados a sociedade que sobre ela exerça domínio. Esta regra pode ser afastada a pedido da entidade gestora e desde que esta comprove perante a CMVM que se verificam os requisitos de exercício independente dos direitos de voto. São considerados organismos de investimento colectivo: os fundos de investimento, fundos de capital de risco e os fundos de pensões.

A regra geral de imputação não pode, todavia, ser afastada:

- Quando, através de instruções, directas ou indirectas, as sociedades que exerçam o domínio interfiram no exercício do direito de voto pelas sociedades gestoras de fundos;
- Quando a sociedade dominante contar como seus os direitos de voto, nomeadamente na informação que preste ao público;



DIRECTIVA DAS OPA

- Quando algum comportamento, ainda que omissivo, revelar que os direitos de voto não são exercidos no interesse dos participantes ou dos clientes da entidade gestora.

O novo regime concedeu um prazo de 10 dias, contados a partir da data de entrada em vigor do diploma de transposição, para que os titulares das participações qualificadas resultantes da aplicação dos novos critérios de imputação procedessem à respectiva comunicação.

B. Contrapartida

O novo regime prevê que, nas OPA obrigatórias, o oferente não tenha que indicar uma contrapartida em dinheiro caso esta consista em valores mobiliários, como sucedia anteriormente.

A contrapartida poderá consistir exclusivamente em valores mobiliários se estes forem do mesmo tipo do que os visados na oferta e estiverem admitidos ou forem da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez admitidos à negociação em mercado regulamentado, desde que o oferente não tenha, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer acções representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso em que deve ser apresentada contrapartida equivalente em dinheiro.

C. Revisão da Oferta e Ofertas Concorrentes

O diploma de transposição estabelece que a contrapartida da oferta pode ser revista quanto à sua natureza e montante, devendo contudo ser superior à antecedente em pelo menos 2% (e não 5% como até aqui).

Também os oferentes em ofertas concorrentes passam a poder rever a contrapartida, aumentando-a em pelo menos 2%, possibilidade que antes estava reservada ao oferente inicial.

Foram ainda clarificadas as circunstâncias em que a CMVM pode recusar o pedido de registo de uma oferta concorrente, designadamente por força da impossibilidade de obtenção tempestiva de todas as autorizações administrativas.

D. Prazos

O Decreto-Lei n.º 219/2006 procedeu ao encurtamento dos prazos para os actos administrativos e à limitação do prazo de análise das operações de concentração que passa a não poder exceder 90 dias úteis, sendo as eventuais interrupções limitadas a 10 dias úteis.

◆ **DIRECTIVA DO ABUSO DE MERCADO**

Nível 1

Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003 relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado).

Nível 2

Directiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003 que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado.

Directiva 2003/125/CE da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003 que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses.

Directiva 2004/72/CE da Comissão, de 29 de Abril de 2004 que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às práticas de mercado aceites, à definição da informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, à elaboração de listas de iniciados, à notificação das operações efectuadas por pessoas com responsabilidades directivas e à notificação das operações suspeitas.

Regulamento (CE) n.º 2273/2003 da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003 que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às derrogações para os programas de recompra e para as operações de estabilização de instrumentos financeiros.



DIRECTIVA DO ABUSO DE MERCADO**Transposição**

A Directiva sobre Abuso de Mercado foi transposta para o direito interno pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, que entrou em vigor a 30 de Março de 2006.

Principais Alterações Introduzidas pela Directiva

A Directiva sobre Abuso de Mercado regula pela primeira vez a nível europeu a matéria da manipulação de mercado e revogou a anterior directiva nº 89/592/CE sobre abuso de informação privilegiada. Inclui, ainda, normas sobre a divulgação de informação privilegiada.

Os principais objectivos desta nova directiva são a harmonização das regras sobre abuso de informação e manipulação de mercado e ainda a criação de um regime europeu comum quanto à investigação e repressão desses ilícitos. Exige-se que o exercício dessas funções seja conferido a uma autoridade única.

Definição de Abuso de Informação Privilegiada

O abuso de informação privilegiada passou a abranger:

- A informação privilegiada obtida em virtude de actos criminosos;
- O comportamento de quem tem informação privilegiada em virtude da sua relação com o emitente (*insiders*) e das pessoas que deles recebem essa informação, bem como o das pessoas que actuam no mercado com base em informação privilegiada,, independentemente da fonte da qual a obtiveram;
- informação privilegiada relativa a derivados sobre mercadorias.

A definição de manipulação de mercado não se distancia do regime já previsto no Código dos Valores Mobiliários.

Deveres de Informação

Os novos deveres incidem sobre emitentes, intermediários financeiros e quem elabore ou divulgue relatórios de análise financeira e recomendações de investimento.

a) Emitentes:

1. **Informação privilegiada:** Os emitentes passam a ter de comunicar imediatamente ao público toda a informação privilegiada que lhe diga **directamente** respeito, o que abrange nomeadamente a existência de negociações que possam ser qualificadas como *price sensitive*.



DIRECTIVA DO ABUSO DE MERCADO

Por forma a evitar que este regime implique um sacrifício desproporcionado dos interesses legítimos do emitente, pondo em causa o normal curso dessas negociações, prevê-se a possibilidade de diferimento dessa divulgação, verificadas determinadas condições, entre as quais se destaca o dever do emitente assegurar a confidencialidade da informação.

- 2. Listas de *insiders*:** Os emitentes (e quem actue em seu nome ou por sua conta) passam a ser obrigados a elaborar listas com os nomes de quem tem acesso a informação privilegiada e a ter de as enviar à CMVM.
- 3. Dirigentes dos emitentes:** Os emitentes têm de comunicar à CMVM as transacções sobre valores mobiliários por eles emitidos, efectuadas pelos seus dirigentes e por quem com eles esteja relacionado.

Este regime encontrava-se já no essencial estabelecido no Regulamento da CMVM nº 7/2001 mas, em virtude da exigência constitucional de que a transposição de directivas seja feita através de lei ou decreto-lei, passou a constar do Código dos Valores Mobiliários.

b) Intermediários Financeiros

Estabeleceu-se o dever de denúncia à CMVM de transacções suspeitas de constituir abuso de informação ou manipulação de mercado.

Para concretização deste dever, o Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR) elaborou um documento contendo um conjunto de orientações que incidem sobre três aspectos:

- procedimentos e formulário para comunicação de operações suspeitas;
- indícios de manipulação de mercado e de abuso de informação para orientar os intermediários financeiros na análise das operações suspeitas com vista à sua comunicação;
- critérios usados pelos reguladores para definir as práticas de mercado aceites (e que são, em consequência dessa qualificação, excluídas da manipulação de mercado pela directiva 2003/6/CE)



DIRECTIVA DO ABUSO DE MERCADO

c) Quem Elabore ou Divulgue Relatórios de Análise Financeira (research) e Recomendações de Investimento

Quando os relatórios de análise financeira e as recomendações de investimento sejam destinados a canais de distribuição ao público, a directiva impõe deveres de informação e de respeito por determinadas regras, distinguindo dois grupos:

- analistas independentes, empresas de investimento, instituições de crédito, entidades cuja actividade principal seja formular recomendações e quem nelas exerça a sua actividade profissional: este grupo encontra-se abrangido por normas mais estritas de elaboração da informação e de deveres de informação relativamente a todos os documentos em que sejam formuladas **directa ou indirectamente** recomendações ou sugestões de investimento ou desinvestimento.
- quem no exercício da sua profissão recomende **directamente** uma decisão de investimento ou desinvestimento.

Canais de Divulgação de Research

Estabelece-se que todos os produtores de análises financeiras e recomendações de investimento sejam identificados de forma clara, indicando o nome e a função de quem as preparou.

Considera-se abrangida a divulgação não só em documentos escritos ou electrónicos mas ainda a que é efectuada por rádio, televisão, “roadshows” e em quaisquer encontros com potenciais investidores.

Nos casos em que o produtor da informação seja uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito, deverá ser também identificada a respectiva autoridade de regulação.

Tratamento da Informação de Research

Relativamente à preparação da informação, todos os profissionais devem assegurar que:

- os factos são claramente distinguidos das interpretações, estimativas, opiniões e outros tipos de informação não factual;
- todas as projecções, previsões e *price targets* são claramente classificados como tal, sendo também indicados os respectivos pressupostos;
- estão disponíveis todos os elementos necessários para demonstrar a coerência das recomendações com os pressupostos que lhe estão subjacentes, caso lhe sejam solicitados pela CMVM.



DIRECTIVA DO ABUSO DE MERCADO

Sempre que a informação é divulgada por quem a produziu, deve incluir diversos elementos tais como a indicação das bases de avaliação e métodos usados para avaliar um emitente, um instrumento financeiro ou para fixar um *price target*. No caso destes elementos se afigurarem desproporcionados relativamente à informação relevante a prestar, basta que sejam disponibilizados através de uma remissão clara para o local onde podem ser directa e facilmente consultados pelo público.

Passa a ser exigida, também, a divulgação de quaisquer interesses relativamente aos produtos financeiros a todos os que colaboraram na elaboração do *research* bem como a existência de interesses, conflitos de interesses ou relação de controle relativamente ao emitente.

Quando o autor da recomendação for uma pessoa colectiva é ainda exigido que, na informação prestada, sejam indicadas todas as participações qualificadas na empresa analisada, bem como participações idênticas que esta detenha no capital social daquelas.

Por último, impõe-se, ainda, deveres de informação às pessoas e entidades que divulguem recomendações de investimento elaboradas por terceiros.

Poderes da Autoridade de Supervisão

Os Estados Membros deverão atribuir à respectiva entidade de supervisão um conjunto de poderes que lhe permitam assegurar uma efectiva fiscalização do cumprimento das normas relativas ao abuso de mercado.

Foi atribuído à CMVM o poder de, em certas condições, solicitar a entidades prestadoras de serviços de telecomunicações, de rede fixa ou de rede móvel, ou a operadores de serviços de *Internet* registos de contactos telefónicos e de transmissão de dados.

Divulgação de Sanções

A CMVM passou a divulgar todas decisões em que condene o agente pela prática de contra-ordenação muito grave e todas as decisões subsequentes que a confirmem ou revoguem.

◆ **DIRECTIVA DO PROSPECTO** - Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março

Nível 1

Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003 relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Directiva 2001/34/CE.

Nível 2

Regulamento (CE) n.º 809/2004 da Comissão, de 29 de Abril de 2004 que estabelece normas de aplicação da Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à informação contida nos prospectos, bem como os respectivos modelos, à inserção por remissão, à publicação dos referidos prospectos e divulgação de anúncios publicitários.

Regulamento (CE) n.º 1787/2006 da Comissão, de 4 de Dezembro de 2006, que altera o Regulamento (CE) n.º 809/2004 que estabelece normas de aplicação da Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à informação contida nos prospectos, bem como os respectivos modelos, à inserção por remissão, à publicação dos referidos prospectos e divulgação de anúncios publicitários.

Transposição

A Directiva dos Prospectos foi transposta para o ordenamento nacional pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, que introduziu diversas alterações ao Código dos Valores Mobiliários, nomeadamente no Título III respeitante às ofertas públicas.

O conteúdo detalhado e formato do prospecto a publicar nas ofertas públicas de distribuição a pessoas residentes em Portugal e na admissão à negociação de valores mobiliários no mercado português está estabelecido no Regulamento da Comissão Europeia n.º 809/2004 que, por ser directamente aplicável aos Estados Membros, não carece de transposição.



DIRECTIVA DO PROSPECTO

Os prospectos de ofertas públicas de distribuição e de admissão à negociação passaram a ser constituídos por um documento único ou por três documentos separados (sumário, prospecto base e documento de registo), facilitando-se e tornando-se mais célere o processo da sua aprovação.

A rapidez do processo de distribuição de acções ou de admissão à negociação é acrescida quando o prospecto disponha de “passaporte europeu”. Este mecanismo permite que um prospecto aprovado por qualquer autoridade competente de qualquer Estado Membro da União Europeia possa ser reconhecido em toda a Europa. Nesse caso, se o emitente desses valores pretender realizar uma oferta pública de distribuição ou a admissão à negociação noutro Estado Membro, não lhe poderão ser solicitadas mais informações ou impostos procedimentos adicionais com excepção da tradução do respectivo sumário.

Uma vez que a Directiva se centra na aprovação do prospecto, a transposição para o direito interno implicou uma alteração de fundo ao Código dos Valores Mobiliários, passando a aprovação das operações pela CMVM a designar-se “aprovação do prospecto” em vez de “registo da oferta”.

A transposição da Directiva implicou igualmente a abolição do anúncio de lançamento nas ofertas públicas de distribuição que foi substituído por um aviso sobre os locais em que o prospecto se encontra disponível e pela divulgação do sumário do prospecto.

Evitou-se assim uma duplicação de informação que implicava custos acrescidos.

Destaca-se ainda o facto de passarem a ser consideradas como públicas as ofertas dirigidas a pelo menos 100 pessoas que sejam investidores não qualificados (anteriormente eram 200).

Principais Alterações Introduzidas pela Directiva

A Directiva dos Prospectos é uma directiva de harmonização máxima pelo que não permite aos Estados-Membros adoptarem soluções diferentes das estipuladas. Visou-se, deste modo, impedir que diferentes opções de transposição possam provocar assimetrias competitivas para as empresas.



DIRECTIVA DO PROSPECTO

A Directiva tem como objectivos principais harmonizar o conteúdo e o formato do prospecto de oferta pública de distribuição e de admissão à negociação em todos os países da União Europeia e criar o chamado “passaporte europeu do prospecto”.

O Regulamento (CE) n.º 809/2004 da Comissão, de 29 de Abril de 2004 estabelece normas de aplicação da Directiva quanto à informação a incluir nos prospectos, os diferentes modelos de prospectos, os casos em que é permitida a inserção de informação por remissão, bem como as formas de publicação e de divulgação de anúncios publicitários e foi alterado pelo Regulamento 1787/2006 da Comissão, de 4 de Dezembro que permite que os emitentes de países terceiros mantenham a apresentação das suas demonstrações financeiras de acordo com regras contabilísticas diferentes das IFRS cumpridos determinados requisitos e na pendência de uma tomada de decisão da Comissão quanto à equivalência dessas regras com as IFRS.

As instâncias da União Europeia discutem actualmente uma alteração ao Regulamento 809/2004 que permita exigir informação adicional aos emitentes que tenham uma chamada “história financeira complexa” e quando as respectivas demonstrações financeiras não reflectam adequadamente a situação do emitente devido a alterações recentes, por exemplo, na esfera da actividade desenvolvida. A Comissão Europeia apresentou ao Comité dos Valores Mobiliários em Agosto de 2006 uma proposta formal de alteração do Regulamento, que se encontra actualmente em discussão. A proposta pode ser consultada em:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/draftreg_809-2004_en.pdf.

Merece ainda destaque a emissão pela Comissão de uma interpretação quanto ao número 1 do artigo 30.º da Directiva dos Prospectos, a propósito da determinação do Estado Membro de Origem de emitentes não comunitários que pode ser consultada em:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/art-30-1_en.pdf.

Ponto da Situação

A Directiva foi transposta para o Código dos Valores Mobiliários pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março.

3.2 DIRECTIVAS A TRANSPOR

◆ DIRECTIVA SOBRE AUDITORIA

Directiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à revisão legal das contas individuais e consolidadas e que altera as Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho/* COM/2004/0177 final - COD 2004/0065 */

Enquadramento Geral

A Directiva sobre Auditoria incide sobre as seguintes matérias:

- deveres dos revisores oficiais de contas e auditores;
- independência e ética;
- regras específicas para auditores que prestem serviços a entidades de interesse público;
- exigência de controlo de qualidade externa;
- robustecimento do sistema de supervisão sobre a profissão de revisão legal de contas e auditoria; e
- melhoria da cooperação entre os órgãos de supervisão dos auditores na União Europeia.

Esta intervenção comunitária surge na sequência de um processo de reflexão iniciado em 1996 com a publicação, pela Comissão Europeia, do Livro Verde sobre “O Papel, Estatuto e a Responsabilidade dos Revisores Oficiais de Conta na UE”, o qual foi complementado com a publicação de duas recomendações fundamentais sobre o “Controlo de Qualidade dos Revisores Oficiais de Contas na Europa” (Novembro de 2000) e a “Independência dos Revisores Oficiais de Contas na UE” (Maio de 2002).

A proposta de Directiva foi ainda antecedida pela Comunicação da Comissão em Maio de 2003 sobre “Reforço da Revisão Legal de Contas na União Europeia”.

A. Deveres dos Revisores Oficiais de Contas/Auditores

A proposta da Comissão Europeia mantém os requisitos em matéria de formação para acesso à actividade de revisão legal de contas e auditoria que constavam da 8ª Directiva, bem como as condições para aprovação de novos revisores oficiais de contas e firmas de auditores.



DIRECTIVA SOBRE AUDITORIA

Procurou, porém, ser mais ambiciosa quanto ao modo como a auditoria deve ser efectuada para assegurar um trabalho de qualidade e a aumentar a confiança dos mercados nas funções do auditor. Prevê-se a possibilidade de adopção das Normas Internacionais de Auditoria aprovadas pelo IAASB (*International Auditing Assurance Standard Board*), procurando-se que, subseqüentemente a uma harmonização nas normas de contabilidade, seja possível atingir na Europa também uma harmonização das normas de auditoria.

Possibilita-se que às Normas Internacionais de Auditoria acresçam normas nacionais para casos especiais decorrentes da especificidade do ambiente jurídico. A Comissão Europeia deixou entender, contudo, que essa será uma situação excepcional, admitida apenas em casos devidamente fundamentados, já que o objectivo é atingir uma progressiva harmonização das normas de auditoria no Espaço Europeu e evitar a coexistência de 25 regimes especiais, o que afectaria a auditoria a grupos de empresas localizadas em diferentes Estados Membros.

Uma vez que a anterior Directiva não tratava convenientemente a questão da auditoria a grupos económicos, clarifica-se que quando um auditor se pronuncia sobre a imagem verdadeira e apropriada da posição financeira e dos resultados evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas, assume, necessariamente, responsabilidade pelo reflexo contabilístico das operações de todo o grupo e não só da empresa-mãe.

Auditoria de Grupos Económicos

Para possibilitar a realização de auditorias a grupos económicos, a Directiva contém medidas destinadas:

- a evitar problemas de confidencialidade e de partilha de informação quando a auditoria de empresas do mesmo grupo seja efectuada por auditores diferentes,
- a assegurar alguma evidência na revisão do trabalho feita por um revisor sobre o trabalho de outro, não se limitando a um mero registo de opinião, tendo em conta a responsabilidade assumida no consolidado.

O papel do revisor não se pode limitar apenas aos procedimentos de consolidação de contas, passando a sua responsabilidade a ser mais visível. É natural que o auditor pretenda assumir um papel mais activo na auditoria à maioria das empresas que constituem o grupo económico, correspondendo à expectativas que se geram com a emissão da sua opinião sobre as demonstrações consolidadas.



DIRECTIVA SOBRE AUDITORIA

B. Independência e Ética

A independência dos auditores, à semelhança do que acontecia na recomendação da Comissão de 2002 é consagrada na nova Directiva como princípio geral, evitando fornecer um elenco de serviços proibidos.

O principal desafio na transposição deste princípio, de forma a garantir os efeitos pretendidos, está em não criar regimes diferenciadores nos distintos Estados Membros.

A Directiva também exige que seja divulgado o montante total de honorários cobrados pelos auditores e separados entre as seguintes quatro componentes: serviços de auditoria, outros serviços de segurança, serviços de consultoria fiscal e outros serviços que não de auditoria.

É ainda estabelecida a proibição de acumulação de alguns tipos de actividades no mesmo cliente.

C. Regras Específicas sobre Auditores que Prestem Serviços a Entidades de Interesse Público

Não se podem dissociar os temas da independência e do Governo das Sociedades na parte em que clarifica as responsabilidades dos administradores pela preparação da informação financeira, dos comités de auditoria pelo controlo dos procedimentos internos e controlo de riscos e do próprio auditor pela emissão de uma opinião independente sobre as contas, baseado no seu trabalho de auditoria.

A Directiva obriga à constituição de um Comité de Auditoria para entidades de interesse público, entre as quais as sociedades cotadas. Não determina, todavia, uma estrutura única de organização das sociedades, permitindo que as funções inerentes a um Comité de Auditoria possam ser realizadas por administradores não-executivos, pelo Conselho Fiscal ou outro órgão designado pela Assembleia Geral. O texto comunitário impõe, porém, que pelo menos um dos membros do Comité de Auditoria seja independente e com competências na área de contabilidade e auditoria.

As funções a desempenhar pelo Comité de Auditoria devem abranger a monitorização:

- do processo de reporte financeiro
- da eficiência do controlo interno e da gestão de riscos da empresa;
- da auditoria realizada pelo auditor independente;
- a independência do auditor e, em particular, o fornecimento de serviços adicionais à entidade auditada.



DIRECTIVA SOBRE AUDITORIA

Os auditores que prestem serviços a entidades de interesse público terão de confirmar anualmente por escrito a sua independência relativamente ao comité de auditoria da sociedade auditada e divulgar qualquer serviço adicional prestado à mesma. Estabelece-se igualmente um dever do auditor discutir, com o Comité de Auditoria, as ameaças à sua independência.

D. Robustecimento do Sistema de Supervisão sobre a Profissão de Revisão Legal de Contas e Auditoria

O sistema de controlo de qualidade sobre a profissão de revisão legal de contas está implantado em Portugal há mais de uma década, ainda que largamente sob a responsabilidade de instituições representativas deste ramo de actividade. Com efeito, a intervenção da CMVM como entidade independente da profissão recai apenas sobre os auditores habilitados a prestar serviço às entidades cotadas, podendo cancelar o respectivo registo e vedar-lhes assim a possibilidade de prestar serviços a sociedades cotadas.

A transposição da Directiva implicará, por conseguinte, uma escolha sobre qual a entidade que decidirá sobre:

- a autorização e o registo dos Revisores Oficiais de Contas e respectivas Sociedades;
- a adopção de normas em matérias de deontologia, controlo de qualidade interna de sociedades de auditores e de procedimentos de auditoria;
- a formação contínua e controlo de qualidade e sistemas de inspecção;
- a aplicação de sanções ou medidas disciplinares.

Ainda que um órgão independente, adequadamente financiado, possa assumir integralmente essas funções, poderá também delegá-las, havendo todavia que garantir a independência do exercício das funções essenciais de supervisão e de natureza sancionatória, por forma garantir a eficácia do sistema e a sua credibilização.

Ponto da Situação

Antes de 29 de Junho de 2008 todos Estados Membros deverão aprovar e publicar as disposições necessárias a dar cumprimento às disposições da Directiva.

O Ministério das Finanças submeteu a consulta pública até 30 de Novembro:

- o Ante-Projecto de Diploma de Alteração dos Estatutos da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas;
- o Ante-Projecto de Diploma de criação do Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria.

- ◆ **DIRECTIVA DAS CONTAS ANUAIS E CONTAS CONSOLIDADAS** - Parcialmente transposta pelo Decreto-Lei N.º 357-A/2007, de 31 de Outubro

Directiva 2006/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Directiva 78/660/CEE do Conselho relativas às contas anuais de certas formas de sociedades e a Directiva 83/349/CEE do Conselho relativa às contas consolidadas.

Enquadramento Geral

Em 14 de Julho de 2006 o Parlamento Europeu e o Conselho adoptaram, sob proposta da Comissão Europeia, a Directiva 2006/46/CE que altera a Directiva 78/660/CEE do Conselho relativas às contas anuais de certas formas de sociedades e a Directiva 83/349/CEE do Conselho relativa às contas consolidadas.

A Directiva concretiza um conjunto de medidas destinadas a modernizar o direito das sociedades, aumentar a comparabilidade da informação financeira a nível comunitário e reforçar as políticas de *corporate governance* das sociedades europeias, concentrando-se em quatro aspectos fundamentais:

- Responsabilização colectiva - perante a sociedade - dos membros dos órgãos de administração, direcção e de fiscalização pela apresentação e publicação das contas e relatórios anuais (em base individual ou consolidada) como requisito mínimo;
- Transparência das transacções com «*partes relacionadas*»;
- Transparência das operações extrapatrimoniais;
- Relatório anual sobre o governo das sociedades (já transposto).

Responsabilização colectiva dos membros dos órgãos de administração, direcção e de fiscalização pela apresentação e publicação das contas e relatórios anuais

Elegendendo como objectivo a promoção da credibilidade da informação financeira divulgada pelas sociedades, a Directiva atribui aos membros dos órgãos de administração, direcção e de fiscalização o dever de garantirem que essa informação reproduz uma imagem autêntica e verdadeira da situação económico-financeira da sociedade. A responsabilização dos órgãos responsáveis pela informação financeira não pode ser limitada a um nível estritamente individual, devendo ser partilhada colectivamente, pelo menos perante a sociedade. A Directiva reserva aos Estados Membros a possibilidade de preverem a responsabilidade directa daqueles órgãos perante os accionistas ou outros interessados, cabendo igualmente aos Estados Membros a liberdade para determinarem o âmbito dessa responsabilidade.



DIRECTIVA DAS CONTAS ANUAIS E CONTAS CONSOLIDADAS**Transparência das transacções com «partes relacionadas»**

A Directiva estabelece que as operações relevantes com «partes relacionadas», quando não sejam efectuadas em condições normais de mercado, representam informação importante para a avaliação da situação financeira da sociedade, o que justifica a sua divulgação pública. As operações envolvendo os principais dirigentes da sociedade, cônjuges de administradores, accionistas maioritários e outras «partes relacionadas» previstas nas normas internacionais de contabilidade (Regulamento (CE) n.º 1606/2002), sempre que sejam relevantes e realizadas fora das condições normais de mercado, ficam sujeitas a divulgação. Refira-se que estes deveres de transparência apenas terão impacto nas sociedades que não são obrigadas a aplicar as normas internacionais de contabilidade, uma vez são exigidos por estas.

Os Estados Membros podem optar por aplicar às pequenas e médias empresas¹ (abrangidas pelos critérios estabelecidos no artigo 27.º da 78/660/CEE) um regime de transparência menos exigente e podem limitar o conceito de operações entre «partes relacionadas» apenas às transacções efectuadas entre a sociedade e os seus accionistas maioritários ou entre esta e os seus órgãos de administração, de direcção e de fiscalização.

Transparência das operações extrapatrimoniais

Em anexo às contas individuais ou consolidadas, devem passar a ser divulgadas a natureza, objectivo comercial e o impacto financeiro sobre a sociedade das operações que esta tenha realizado e cuja contabilização ocorre fora do balanço (em rubricas extrapatrimoniais). Esta divulgação justifica-se na medida em que estas operações, desde que expressem riscos ou benefícios relevantes, têm naturalmente impacto na avaliação financeira das empresas. A Directiva fornece um conjunto de exemplos de operações extrapatrimoniais que devem ser consideradas para o efeito: "factoring", vendas com acordo de recompra e vice-versa, titularização através de "special purpose vehicles", activos dados em garantia, acordos de locação financeira, entre outros.

Os Estados Membros podem optar por não exigir às pequenas e médias empresas¹ a apresentação de informação relativa ao impacto financeiro das operações extrapatrimoniais sobre a sociedade, limitando as exigências informativas à natureza e ao objectivo comercial das mesmas.

1- Desde que estas não tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.



DIRECTIVA DAS CONTAS ANUAIS E CONTAS CONSOLIDADAS

Relatório anual sobre o governo das sociedades

O artigo 245^o-A do Código dos Valores Mobiliários (que efectuou a transposição parcial desta directiva) determina que as sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados passem a incluir nos seus relatórios anuais uma secção sobre as medidas de governação da sociedade.

Um aspecto inovador da Directiva reside no facto de a sociedade poder adoptar outro código de governação além do código de governação que a lei nacional lhe imponha, divulgando, neste caso, as práticas de governação que aplica para além das exigidas legalmente. Em ambos os casos, devem ser expressamente mencionadas e justificadas quaisquer divergências ou ausências de aplicação de disposições previstas nos códigos de governação adoptados pela sociedade.

Para além das referências ao(s) código(s) de governação que a sociedade se encontre legal ou facultativamente vinculada, as informações a divulgar neste âmbito devem abranger, se tal não estiver já previsto, uma descrição dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos da sociedade relativos à prestação de informação financeira, informações sobre os direitos dos accionistas e o seu exercício e sobre o funcionamento da respectiva assembleia, informações sobre a composição e funcionamento dos diversos órgãos sociais ou comités da sociedade e, finalmente, um conjunto de informações relacionadas com deveres de transparência decorrentes da Directiva das OPA (Directiva 2004/25/CE), se esta for aplicável à sociedade. Incluem-se neste último aspecto, informações sobre participações significativas e acordos parassociais, sobre direitos especiais conferidos por determinadas categorias de valores mobiliários, restrições várias ao direito de voto e determinadas regras relacionadas com a vida societária e os poderes dos administradores.

Prevê-se a faculdade de os Estados Membros aplicarem os deveres referidos anteriormente apenas às sociedades que tenham acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral.

Implicações para o Mercado de Capitais Português

A introdução das regras propostas sobre a responsabilidade colectiva dos membros do órgão de administração, de direcção e de fiscalização não implica alterações ao regime vigente em Portugal que já prevê genericamente tais soluções.

Da mesma forma, a divulgação de um relatório sobre o governo das sociedades já é exigida pela lei portuguesa.



DIRECTIVA DAS CONTAS ANUAIS E CONTAS CONSOLIDADAS

As regras relativas à maior transparência sobre operações com partes relacionadas e sobre operações extrapatrimoniais permitirão assegurar maior confiança às demonstrações financeiras das sociedades portuguesas que não estando legalmente vinculadas à aplicação das normas internacionais de contabilidade, terão de adoptar as disposições desta Directiva.

Ponto da Situação

A Directiva encontra-se actualmente em face de transposição para o direito nacional, devendo estar transposta até 8 de Setembro de 2008.

Prevê-se ainda que, até 1 de Julho de 2007, um conjunto de disposições relacionadas com a avaliação de activos pelo justo valor seja analisada pela Comissão Europeia, tendo em conta, designadamente, a experiência entretanto recolhida da aplicação daquele critério de avaliação em consequência da adopção das normas internacionais de contabilidade e em particular da IAS 39. Da análise referida poderão ser apresentadas propostas de alteração a esta Directiva.

◆ **DIRECTIVA SOBRE DIREITO DE VOTO DOS ACCIONISTAS**

Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao exercício de certos direitos pelos accionistas de sociedades cotadas .

Enquadramento Geral

Em Setembro de 2004 e na sequência das metas estabelecidas no Plano de Acção sobre Direito das Sociedades, a Comissão Europeia lançou as bases da futura intervenção legislativa tendente a reforçar os direitos dos accionistas das sociedades cotadas europeias.

O objecto da Comissão Europeia reside nos obstáculos práticos ao exercício do direito de voto em sociedades cotadas na Europa, entre os quais se destacam:

- a) As incertezas quanto ao regime do empréstimo de acções e ao estatuto do titular de «*depository receipts*»;
- b) Os meios de disseminação da informação preparatória das assembleias gerais;
- c) O bloqueio de acções como requisito para o exercício do direito de voto;
- d) A (im)possibilidade de colocar questões e apresentar propostas nas assembleias gerais;
- e) As incertezas quanto aos métodos de votação à distância;
- f) A (im)possibilidade de controlar, efectivamente, os resultados das votações em assembleia geral.

Em Janeiro de 2006 foi apresentado o texto da Proposta de Directiva, tendo sido precedido de dois processos de consulta pública promovidos pela Comissão Europeia, em Setembro de 2004 e em Maio de 2005, e acompanhada por um estudo de impacto .

A Directiva visa, assim, harmonizar os direitos dos accionistas com vista a incrementar e harmonizar alguns dos direitos de participação em assembleias gerais, aplicando-se às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado.



DIRECTIVA SOBRE DIREITO DE VOTO DOS ACCIONISTAS

Inclui novas regras em matérias como:

- A preparação e convocação da assembleia geral/ convocatória: encurtamento do prazo de convocação, divulgação obrigatória de elementos preparatórios no sítio da Internet; direito a colocar questões antes da assembleia geral;
- a realização da assembleia geral: direito a agendar assuntos e a apresentar propostas deliberativas; legitimação para exercício do direito de voto; voto através de representante/ regulação de conflito de interesses; voto referente a acções detidas através de cadeias de intermediários financeiros; exercício de voto; exercício de voto por meios electrónicos.
- a prestação de informação sobre a assembleia geral: alargamento da informação, locais em que os resultados da votação por deliberação devem ser divulgados.

Implicações para o Mercado de Capitais Português

Considerando que uma das possibilidades que se perfila é a atribuição ao «*ultimate investor*» de direitos de voto directamente exercíveis (e não através da cadeia de intermediários financeiros que, formalmente, surgem registados como titulares dos valores mobiliários em causa), a transposição da directiva nos termos da actual proposta levará a uma alteração das regras de legitimidade para o exercício dos direitos de voto actualmente vigentes em Portugal. Presentemente, e exceptuando os casos de representação, apenas os titulares registados podem exercer os respectivos direitos sociais.

A legitimidade para o exercício do direito de voto está igualmente em causa com a questão da obrigatoriedade do bloqueio, que constitui um forte desincentivo ao exercício efectivo do direito de voto, sobretudo por parte de investidores institucionais e/ou não residentes. Colocados perante a hipótese de ficarem impedidos de transaccionar as acções durante certo período de tempo, a maioria dos investidores institucionais pode não encetar os procedimentos necessários ao exercício do direito de voto, na medida em que o risco financeiro associado à imobilização das acções é considerado superior.

Em Portugal, actualmente, os certificados emitidos pelos intermediários financeiros são o único instrumento que permite aos accionistas provar perante a sociedade a titularidade das acções que lhes conferem os direitos de voto que pretendem exercer. O Código dos Valores Mobiliários determina, por sua vez, que estão sujeitas a bloqueio obrigatório as acções em relação às quais tenham sido passados certificados para o exercício de direitos a elas inerentes, durante o prazo de vigência indicado no certificado, quando o exercício daqueles direitos dependa da manutenção da titularidade até à data desse exercício. Durante o prazo de vigência do bloqueio, a entidade registadora fica proibida de transferir os valores mobiliários bloqueados.



DIRECTIVA SOBRE DIREITO DE VOTO DOS ACCIONISTAS

Existem duas alternativas ao bloqueio das acções como modo de legitimação para o exercício de direitos de voto.

A primeira consiste na adopção de um sistema de reconciliação, a cargo da entidade gestora do sistema centralizado onde as acções estejam integradas, que assegure ao emitente informações actualizadas à data (ou véspera) da assembleia geral sobre as transacções ocorridas até então. A verificação da legitimidade para o exercício de direitos de voto nestes moldes continuaria a exigir a prova perante o emitente da qualidade de accionista com uma determinada antecedência, mas não implicaria a imobilização das acções e, dessa forma, não oneraria os accionistas. Por outro lado, exigir-se-ia que os intermediários financeiros registadores das contas de registo individual e, por esta via, a entidade gestora do sistema centralizado, dispusessem de informações actualizadas sobre as transacções efectuadas até à data (ou véspera) da assembleia geral, solução que parece implicar a criação de um dever de informação imediata a cargo do titular das acções. Neste sistema existe um primeiro momento de identificação dos accionistas titulares de direitos de voto e um segundo momento de confirmação dessa legitimidade. A necessidade de confirmação deriva da inexistência de bloqueio e da inerente possibilidade que os accionistas têm de transaccionar as acções entre o momento da primeira identificação e a data da assembleia geral.

A segunda alternativa reside no sistema de data de referência ou «*record date*». É estabelecida uma data que antecede a data da reunião de accionistas na qual é fixada a lista de accionistas que poderão participar na assembleia geral com possibilidade de exercício de direitos de voto. Os accionistas são identificados apenas numa ocasião, após a qual as acções poderão ser transaccionadas, sem que o alienante perca o direito de participar e votar na assembleia geral posterior.

Considera-se que, em virtude dos trabalhos da Comissão Europeia actualmente em curso, cuja orientação vai no sentido do abandono do bloqueio e da sua substituição por um sistema alternativo, a reflexão sobre as aptidões e os obstáculos colocados pelo bloqueio das acções no sistema de legitimação para o exercício do direito de voto nas sociedades cotadas portuguesas deve ser estimulada e aprofundada, designadamente, quanto aos méritos e inconveniências das soluções alternativas que se colocam.

Não são afectados o princípio da igualdade de tratamento, a divulgação na Internet dos elementos preparatórios da assembleia geral, conteúdo da convocatória, o direito a colocar questões em assembleia geral e a permissão de utilização de meios electrónicos.



DIRECTIVA SOBRE DIREITO DE VOTO DOS ACCIONISTAS

Os temas que mais irão afectar o direito português serão a proibição de bloqueio prévio, a possível imposição de voto secreto e a divulgação do escrutínio dos votos em cada deliberação.

Ponto da Situação

O prazo de transposição da directiva é 3 de Agosto de 2009.

◆ **DIRECTIVA SOBRE CAPITAL SOCIAL**

Directiva 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Setembro de 2006 que altera a Directiva 77/91/CEE do Conselho, no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social.

Enquadramento Geral

A Directiva do Conselho 77/91/EEC, de 13 de Dezembro de 1976, visa coordenar as garantias que, para protecção dos interesses dos sócios e de terceiros, são exigidas nos Estados-Membros às sociedades, na acepção do segundo parágrafo do artigo 58.º do Tratado, no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social, a fim de tornar equivalentes essas garantias em toda a Comunidade. Esta Directiva é também conhecida como Segunda Directiva sobre direito das sociedades.

Peritos da União Europeia no domínio do direito das sociedades, procederam a uma avaliação desta Segunda Directiva, tendo concluído existir espaço para a simplificação designadamente quanto ao regime de manutenção de capital instituído pela Directiva. Para tal, a Comissão apresentou ao Conselho uma proposta de alteração da Segunda Directiva cujos objectivos são, fundamentalmente, os de flexibilizar o recurso a determinados instrumentos já consagrados na Directiva.

A presente Directiva vem introduzir os seguintes novos artigos:

Avaliação das Entradas em Bens Diferentes de Dinheiro

A propósito da avaliação das entradas por bens diferentes de dinheiro, foram introduzidos dois novos artigos (10.º-A e 10.º-B) de acordo com os quais poderá ser afastada a existência de relatório de avaliação por perito, desde que os bens envolvidos verifiquem determinados requisitos, designadamente de liquidez, que sustentam o afastamento daquela avaliação. No entanto, sempre que a situação suscite dúvidas haverá sempre a possibilidade de recorrer à avaliação do perito prevista no artigo 10.º, n.ºs 1, 2 e 3, da Directiva.



DIRECTIVA SOBRE CAPITAL SOCIAL

Aquisição de acções próprias

O artigo 19.º da Segunda Directiva também foi objecto de modificação. Aqui cumpre sublinhar o facto da deliberação da assembleia geral que delibera sobre as condições da compra de acções próprias poder valer por um prazo máximo de 5 anos (por referência aos actuais 18 meses previstos nos artigos 319.º e 320.º do CSC). Foram ainda previstas algumas condições que os Estados-Membros poderão adoptar, se assim o entenderem.

Disponibilização de Fundos pela Sociedade para a Aquisição de Acções Próprias por Terceiros

Nesta matéria, a alteração do artigo 23.º da Segunda Directiva permite que a sociedade disponibilize fundos para aquisição de acções próprias desde que dentro de determinadas condições. Nessas condições insere-se a responsabilização dos órgãos sociais pelo acompanhamento e verificação dessas operações que deverá submeter à prévia aprovação da assembleia um relatório escrito, contendo informação sobre transacções projectadas, em particular no que se refere às razões da sua realização, ao interesse da sociedade nas mesmas e aos riscos decorrentes para a sociedade (liquidez e solvência).

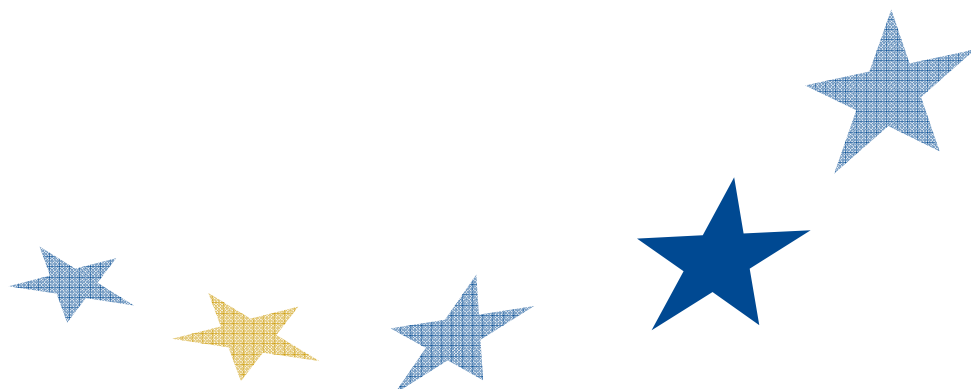
Foi ainda introduzido o artigo (23.º-A, que prevê a possibilidade dos Estados-Membros preverem medidas que previnam eventuais conflitos de interesse entre a sociedade e os intervenientes nessas operações, quando estes sejam membros dos órgãos sociais da sociedade emitente das acções.

Ponto da Situação

A Directiva deverá ser transposta até 15 de Abril de 2008.

ANEXOS

- ♦ **ANEXO I - COMITÉ EUROPEU DAS AUTORIDADES DE REGULAMENTAÇÃO DOS MERCADOS EUROPEUS DE VALORES MOBILIÁRIOS (CESR)**
- ♦ **ANEXO II - O PROCESSO “LAMFALUSSY” APLICÁVEL À ELABORAÇÃO DE NORMAS COMUNITÁRIAS NA ÁREA FINANCEIRA**



ANEXO I - COMITÉ EUROPEU DAS AUTORIDADES DE REGULAMENTAÇÃO DOS MERCADOS EUROPEUS DE VALORES MOBILIÁRIOS (CESR)

◆ DESCRIÇÃO

Presidente do CESR: Eddy Wymeersch

Vice-Presidente do CESR: Carlos Tavares

Membros: As autoridades dos mercados financeiros dos 25 países da União Europeia, a Islândia e a Noruega e a Comissão Europeia como observador.

Objectivos: O CESR é uma instituição independente composta por 27 membros e tem como principal missão:

- reforçar a coordenação dos reguladores europeus dos mercados de valores mobiliários
- apoiar a Comissão Europeia na elaboração de medidas de aplicação das directivas relativas aos valores mobiliários
- assegurar a aplicação harmonizada da regulamentação comunitária pelos estados-membros.

Os Grupos de Peritos: Os trabalhos do CESR são preparados por grupos de peritos, sob a direcção do presidente de um dos membros do Comité. Estes trabalhos podem também ser desenvolvidos no quadro de um mandato da Comissão Europeia.

O CESR tem, também, constituídos três grupos operacionais permanentes:

- **CESR - POL** - analisa questões relativas à supervisão das actividades com valores mobiliários à troca de informações, à cooperação e ao *enforcement* particularmente em matéria relativa a abuso de mercado. Reúne, normalmente, numa base trimestral. Este grupo é integrado, em grande medida, por responsáveis das áreas de investigação de cada entidade supervisora pela área dos valores mobiliários dos países que integram a União Europeia.

A actividade desta rede operacional de supervisores é enquadrada pelo Memorando de Entendimento CESR-POL que, desde 1999, regula os termos de cooperação internacional entre supervisores dos mercados de valores mobiliários. Este grupo é também responsável pela monitorização da aplicação da Directiva do Abuso de Mercado. No âmbito do CESR POL funciona um subgrupo (*“Surveillance and Intelligence”* (S&I)) que tem como objectivo a obtenção de uma maior operacionalidade e que se dedica sobretudo à troca de experiências na detecção e investigação de situações típicas de abuso de mercado bem como na harmonização de práticas de supervisão.



COMITÉ EUROPEU DAS AUTORIDADES DE REGULAMENTAÇÃO DOS MERCADOS EUROPEUS DE VALORES MOBILIÁRIOS

- **CESR - Fin** - grupo de peritos na área da contabilidade e da auditoria que tem como objectivo principal a cooperação no âmbito da fiscalização do cumprimento dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS) na União Europeia e cimentar a cooperação em matéria de reporte financeiro com os reguladores dos países terceiros mais relevantes.

O grupo funciona através de um comité permanente (CESR-Fin), responsável pelas matérias relativas a reporte financeiro e por um sub-comité, que se dedicará a matérias de cariz operacional (*European Enforcers Coordination Sessions – EECS*), e que inclui membros e não-membros do CESR que disponham de competências na área da fiscalização do cumprimento das IFRS.

- **Painel de Implementação dos Standards (*Review Panel*)** - O *Review Panel* desenvolveu uma metodologia que permite avaliar o grau de implementação da regulamentação relevante em matéria de valores mobiliários pelos respectivos membros. Trata-se de um importante instrumento de pressão mútua que facilitará a convergência na aplicação da regulamentação comunitária.

O papel da CMVM: A CMVM participa de forma activa em todos os grupos de peritos e nos três os grupos operacionais. O Presidente da CMVM, Carlos Tavares, foi nomeado pelo Comité Europeu de Reguladores (CESR) para presidir ao grupo de peritos que trata da matéria relativa à Directiva da Transparência.

◆ TRABALHOS DO CESR RELATIVOS ÀS DIRECTIVAS EUROPEIAS**• Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros**

Na sequência dos mandatos da Comissão Europeia, o CESR emitiu pareceres técnicos sobre as medidas de implementação no âmbito da DMIF, tendo sido constituídos três grupos para o efeito: intermediação financeira, transparência do mercado e cooperação e enforcement.

As medidas de implementação de nível 2 no âmbito da DMIF propostas pelo CESR serviram de base às medidas de nível 2 aprovadas pela Comissão Europeia.

O CESR continua a trabalhar sobre esta matéria em diversos grupos de nível 3, nomeadamente na implementação de um sistema de reporte de transacções.

• Directiva da Transparência

A Directiva completa as medidas previstas nas directivas de abuso de mercado e dos prospectos para a criação de um regime comum de informação financeira na União Europeia para os emitentes de valores mobiliários negociados em mercados regulamentados.

O CESR recebeu da Comissão Europeia três mandatos para emitir parecer técnico em diversas matérias contidas na Directiva da Transparência e em particular sobre os sistemas de disseminação e armazenamento de informação. Com base nesses pareceres técnicos, foi recentemente aprovada uma Directiva de nível 2. Estão ainda em discussão novas medidas de nível 2 no âmbito desta Directiva.

• Directiva dos Prospectos

O pacote legislativo do prospecto único europeu entrou em vigor em Portugal a 30 de Março de 2006. O CESR publicou Recomendações sobre a aplicação consistente do Regulamento 2004/809 relativo à informação histórica financeira que deve ser incluída no Prospecto e mantém em funcionamento um grupo de peritos que discute os aspectos práticos da implementação e aplicação da Directiva e do Regulamento que o desenvolve.

• Directiva de Abuso de Mercado

Após a implementação das medidas de nível 2 o CESR-POL continuou a trabalhar no desenvolvimento de uma metodologia comum relativamente às práticas de mercado e ao combate de infracções. Esta metodologia foi publicada em 11 de Maio de 2005. O CESR-POL continua a trabalhar na interpretação e aplicação uniforme da legislação comunitária sobre abuso de mercado para assegurar a consistência na sua aplicação.



- **Informação Financeira sobre as Normas Internacionais de Contabilidade**

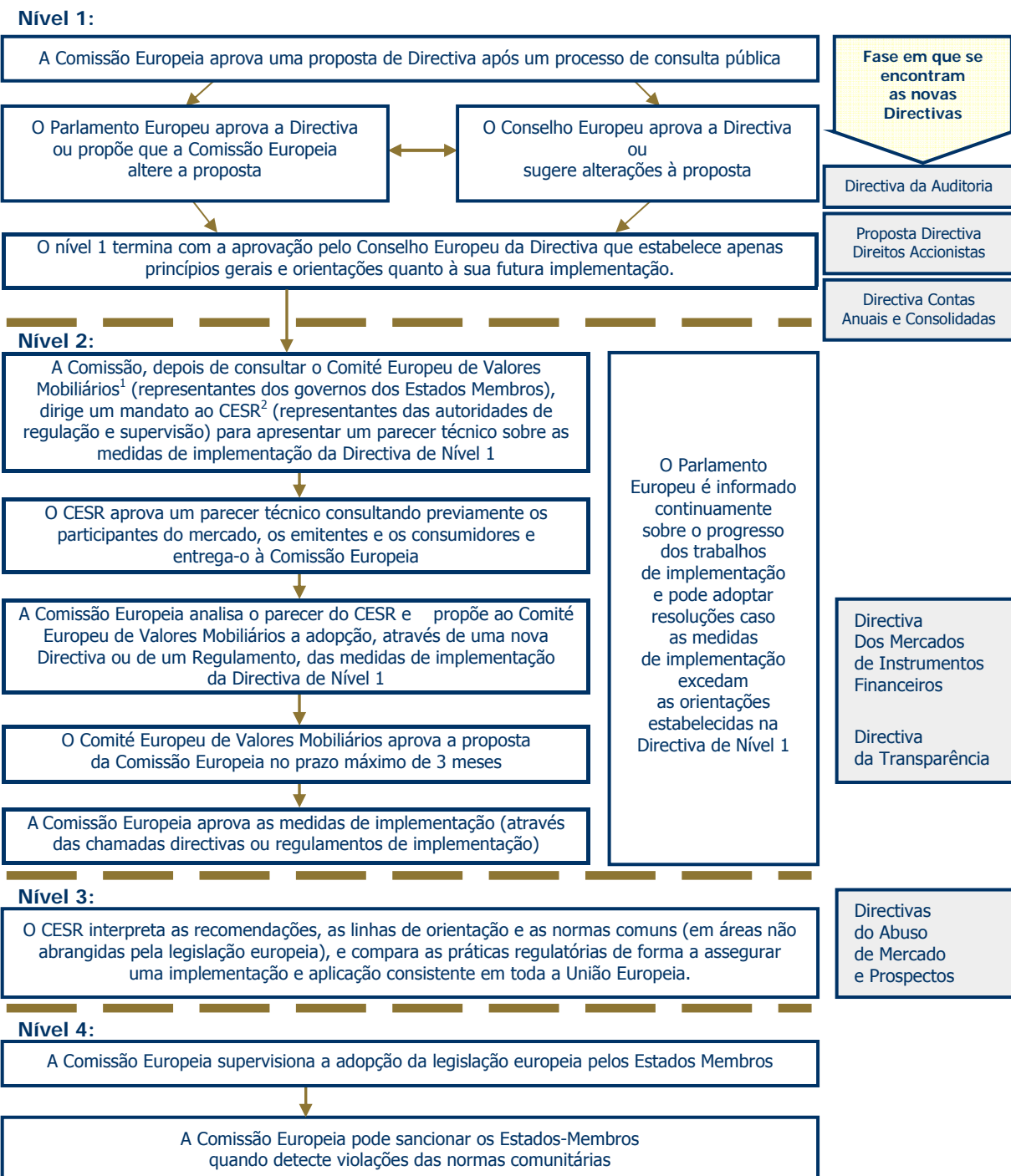
O CESR e a *Securities and Exchange Commission* (SEC), autoridade de supervisão e regulação dos mercados de capitais norte-americanos, estão a analisar a aplicação das IFRS pelos emitentes europeus que se encontram cotados nos Estados Unidos e das US GAAP pelos emitentes norte-americanos cotados na União Europeia.

Estes trabalhos visam desenvolver e melhorar os mecanismos de troca de informações com jurisdições não cooperantes e sub-regulamentadas, permitir uma aplicação consistente e de qualidade a nível mundial das normas internacionais de contabilidade e evitar conflitos nas decisões regulatórias quanto à aplicação das IFRS e das normas contabilísticas em vigor nos Estados Unidos da América (US GAAP).

- **Directiva dos Organismos de Investimento Colectivo**

O CESR submeteu a consulta pública um documento com vista a estabelecer os critérios necessários para que os índices de *hedge funds* sejam classificados como índices financeiros e, como tal, considerados elegíveis para efeitos de investimento por parte dos organismos de investimento colectivo harmonizados (UCITS).

ANEXO II - O PROCESSO “LAMFALUSSY” APLICÁVEL À ELABORAÇÃO DE NORMAS COMUNITÁRIAS NO SECTOR FINANCEIRO



¹ Comité Europeu de Valores Mobiliários (ESC)

Presidente: Mr. Alexander Schaub – Director Geral da DG Internal Market, European Commission

Membros do Comité: 24 membros de Ministérios (Economia, Finanças e Tesouro) - Áustria, Chipre, República Checa, Dinamarca, Estónia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Holanda, Polónia, Portugal, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Suécia e Reino Unido); 3 membros de Comissões de Supervisão – Bélgica, Bulgária, Roménia

² Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus (CESR)

Presidente: Arthur Docters Van Leeuwen (Presidente da Autoridade de Supervisão da Holanda - AFM)

Vice – Presidente: Kaarlo Jännäri (Director Geral da Autoridade de Supervisão da Finlândia)

Secretário Geral: Fabrice Demarigny

Membros: 25 Presidentes de Autoridades de Supervisão de Valores Mobiliários (Áustria, Bélgica, República Checa, Alemanha, Estónia, Grécia, Espanha, França, Irlanda, Itália, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Hungria, Malta, Holanda, Polónia, Portugal, Eslovénia, Eslováquia, Reino Unido, Bulgária, Suécia e Roménia), 2 Directores Gerais de Autoridades de Supervisão de Valores Mobiliários (Dinamarca e Finlândia) e o Director Geral da MG Market como representante da Comissão Europeia

**A REFORMA LEGISLATIVA DO MERCADO DE CAPITAIS
PORTUGUÊS
NO QUADRO DAS NOVAS DIRECTIVAS COMUNITÁRIAS**



CMVM

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Av. Liberdade n.º 252
1056-801 Lisboa
E-mail: cmvm@cmvm.pt
Telefone: (+351) 213 177 000
Fax: (+351) 213 537 077