

**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****(Texto relevante para efeitos do EEE)**

A COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS,

Tendo em conta o Tratado que institui a Comunidade Europeia,

Tendo em conta a 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) <sup>(1)</sup>, e, nomeadamente, o sexto travessão do n.º 10 do seu artigo 6.º,

Após ter solicitado o parecer técnico do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM) <sup>(2)</sup>.

Considerando o seguinte:

- (1) São necessárias regras harmonizadas com vista a garantir uma apresentação imparcial, clara e precisa das informações, bem como a divulgação de interesses e de conflitos de interesses, em relação às pessoas que elaboram ou divulgam informações que recomendam ou sugerem uma estratégia de investimento, destinadas aos canais de distribuição ou ao público. Em especial, com vista a garantir a integridade do mercado, importa que a apresentação das informações que recomendam ou sugerem uma estratégia de investimento atinja um elevado nível de imparcialidade, de probidade e de transparência.
- (2) A recomendação ou a sugestão de uma estratégia de investimento é feita de forma explícita (por exemplo, recomendações no sentido de «comprar», «manter» ou «vender») ou implícita (por referência a um objectivo em termos de preço ou sob outra forma).
- (3) Os conselhos de investimento, formulados sob a forma de uma recomendação pessoal a um cliente em relação a uma ou várias operações sobre instrumentos financeiros (nomeadamente as recomendações informais de investimento a curto prazo provenientes dos serviços de venda ou dos serviços de negociação de uma empresa de investimento ou de uma instituição de crédito e dirigidas aos seus clientes), que não sejam susceptíveis de divulgação pública, não devem ser considerados, por si só, recomendações, na acepção da presente directiva.
- (4) As recomendações de investimento que possam servir de base para decisões nesse domínio devem ser elaboradas e divulgadas de acordo com elevados padrões de prudência, para não induzir em erro os participantes no mercado.
- (5) A identidade dos autores das recomendações de investimento e as suas regras de conduta profissional, bem como a identidade da sua autoridade competente, devem ser divulgadas, uma vez que podem constituir uma informação preciosa para os investidores no quadro das suas decisões de investimento.

- (6) As recomendações devem ser apresentadas de forma clara e precisa.
- (7) Os interesses particulares ou os conflitos de interesses das pessoas que recomendam ou sugerem uma estratégia de investimento podem influenciar os pareceres que exprimem nas recomendações. A fim de assegurar a possibilidade de avaliar a objectividade e a fiabilidade das informações, deve ser feita uma divulgação adequada dos interesses financeiros significativos em qualquer instrumento financeiro que seja objecto de informações que recomendem uma estratégia de investimento, ou de quaisquer conflitos de interesses ou relações de controlo em relação à entidade emitente, a quem a informação diga, directa ou indirectamente, respeito. No entanto, a presente directiva não deve obrigar as pessoas que formulam recomendações de investimento a infringirem as barreiras informativas instituídas para prevenir e evitar os conflitos de interesse.
- (8) As recomendações de investimento podem ser divulgadas, por outra pessoa diferente daquela que as formulou, de forma inalterada, alterada ou resumida. A forma como as pessoas que divulgam as recomendações realizam o seu tratamento pode ter um impacto importante na avaliação dessas recomendações pelos investidores. Em especial, o conhecimento da identidade da pessoa que divulga as recomendações de investimento, das suas regras de conduta profissional e da medida em que alterou a recomendação inicial podem constituir uma informação preciosa para os investidores, ao ponderarem as suas decisões de investimento.
- (9) A divulgação de recomendações de investimento nos sítios internet deve ser feita de acordo com as regras relativas à transferência de dados de carácter pessoal para países terceiros, tal como estabelecidas na Directiva 95/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Outubro de 1995, relativa à protecção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados <sup>(3)</sup>.
- (10) As agências de notação do risco emitem pareceres sobre a solvência de um emitente ou de um instrumento financeiro concretos numa determinada data. Enquanto tal, estes pareceres não constituem uma recomendação na acepção da presente directiva. No entanto, as agências de notação do risco devem considerar a possibilidade de adopção de políticas e procedimentos internos, destinados a garantir que as notações do risco que publicam sejam apresentadas de forma imparcial e que revelam adequadamente os interesses ou conflitos de interesses importantes relacionados com os instrumentos financeiros ou com os emitentes a que se referem as suas notações do risco.

<sup>(1)</sup> JO L 96 de 12.4.2003, p. 16.

<sup>(2)</sup> O CARMEVM foi instituído pela Decisão 2001/527/CE da Comissão (13.7.2001, p. 43).

<sup>(3)</sup> JO L 281 de 23.11.1995, p. 31.

- (11) A presente directiva respeita os direitos fundamentais e observa os princípios reconhecidos, nomeadamente na Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia e, mais concretamente, no seu artigo 11.º e no artigo 10.º da Convenção Europeia dos Direitos do Homem. A este respeito, a presente directiva em nada impede que os Estados-Membros apliquem as suas regras constitucionais relativas à liberdade de imprensa e à liberdade de expressão nos meios de comunicação social.
- (12) As medidas constantes da presente directiva estão de acordo com o parecer do Comité Europeu dos Valores Mobiliários,

5. «Pessoa relevante», qualquer pessoa singular ou colectiva que elabore ou divulgue recomendações no exercício da sua profissão ou no quadro da sua actividade.
6. «Emitente», o emitente de um instrumento financeiro a que uma recomendação diz respeito directa ou indirectamente.
7. «Canais de distribuição», qualquer canal através do qual a informação é divulgada ou susceptível de ser tornada pública; «susceptível de ser tornada pública», será qualquer informação a que terá acesso um elevado número de pessoas.
8. «Regulamentação adequada», qualquer regulamentação, incluindo a auto-regulação, em vigor nos Estados-Membros, tal como previsto na Directiva 2003/6/CE.

ADOPTOU A PRESENTE DIRECTIVA:

## CAPÍTULO I

### DEFINIÇÕES

#### Artigo 1.º

#### Definições

Para efeitos da presente directiva, e para além das definições da Directiva 2003/6/CEE, são aplicáveis as seguintes definições:

1. «Empresa de investimento», qualquer pessoa na acepção do n.º 2 do artigo 1.º da Directiva 93/22/CEE do Conselho <sup>(1)</sup>.
2. «Instituição de crédito», qualquer pessoa na acepção do n.º 1 do artigo 1.º da Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho <sup>(2)</sup>.
3. «Recomendação», a investigação ou qualquer outra informação que recomende ou sugira uma estratégia de investimento, de forma explícita ou implícita, em relação a um ou vários instrumentos financeiros ou aos seus emitentes, incluindo qualquer parecer sobre o valor actual ou futuro ou sobre o preço desses instrumentos, e que se destine aos canais de distribuição ou ao público.
4. «Trabalhos de investigação ou outras informações que recomendem ou sugiram uma estratégia de investimento»:
  - a) A informação emitida por um analista independente, uma empresa de investimento, uma instituição de crédito, qualquer outra pessoa cuja actividade principal seja formular recomendações ou uma pessoa singular que neles trabalhe sob contrato ou outra forma e que, directa ou indirectamente, formule uma recomendação de investimento específica sobre um instrumento financeiro ou um emitente de instrumentos financeiros;
  - b) A informação elaborada por outras pessoas para além das referidas na alínea a), na qual seja directamente recomendada uma decisão de investimento específica num instrumento financeiro.

<sup>(1)</sup> JO L 141 de 11.6.1993, p. 27.

<sup>(2)</sup> JO L 126 de 26.5.2000, p. 1.

## CAPÍTULO II

### ELABORAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES

#### Artigo 2.º

#### Identidade dos autores das recomendações

1. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que todas as recomendações divulguem, de forma clara e bem visível, a identidade da pessoa responsável pela sua elaboração, designadamente o nome e função da pessoa singular que preparou a recomendação e a denominação da pessoa colectiva responsável pela sua elaboração.

2. Sempre que a pessoa relevante for uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito, os Estados-Membros exigirão que a identidade da autoridade competente relevante seja divulgada.

Sempre que a pessoa relevante não for uma empresa de investimento nem uma instituição de crédito, mas esteja sujeita a normas ou códigos de conduta estabelecidos no quadro da auto-regulação, os Estados-Membros assegurarão a divulgação de uma referência a essas normas ou códigos de conduta.

3. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que os requisitos referidos nos n.ºs 1 e 2 sejam adaptados por forma a não serem desproporcionados no caso de recomendações não escritas. Esta adaptação pode incluir uma referência ao local em que estas informações são acessíveis ao público, de forma fácil e directa, tal como um sítio internet adequado da pessoa relevante.

4. O n.ºs 1 e 2 não se aplicam aos jornalistas sujeitos a uma regulamentação adequada e equivalente nos respectivos Estados-Membros, incluindo a auto-regulação, desde que essa regulamentação atinja os mesmos objectivos dos n.ºs 1 e 2.

#### Artigo 3.º

#### Regra geral relativa à apresentação imparcial das recomendações

1. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que todas as pessoas relevantes tomem as devidas precauções no sentido de garantir que:

- a) Os factos sejam claramente distinguidos das interpretações, estimativas, pareceres e outros tipos de informação não factual;

- b) Todas as fontes sejam fidedignas e, existindo alguma dúvida sobre se é este o caso, que tal seja claramente indicado;
- c) O conjunto das projecções, das previsões e dos preços-alvo seja claramente indicado como tal e que as principais hipóteses utilizadas para os determinar sejam indicadas.

2. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que os requisitos do n.º 1 sejam adaptados por forma a não serem desproporcionados no caso de recomendações não escritas.

3. Os Estados-Membros exigirão que todas as pessoas relevantes tomem as devidas precauções no sentido de poderem demonstrar, a pedido das autoridades competentes, o carácter razoável de qualquer recomendação.

4. O n.ºs 1 e 3 não se aplicam aos jornalistas sujeitos a uma regulamentação adequada e equivalente nos respectivos Estados-Membros, incluindo a auto-regulação, desde que essa regulamentação produza os mesmo efeitos que os n.ºs 1 e 3.

#### Artigo 4.º

### Obrigações suplementares relativas à apresentação imparcial das recomendações

1. Para além das obrigações estabelecidas no artigo 3.º e sempre que a pessoa relevante for um analista independente, uma empresa de investimento, uma instituição de crédito, qualquer pessoa colectiva a elas ligada ou qualquer outra pessoa cuja actividade principal consista em elaborar recomendações, ou uma pessoa singular que nelas trabalhe sob contrato ou outra forma, os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que esta pessoa que tome as devidas precauções no sentido de garantir que:

- a) Todas as fontes materiais importantes sejam indicadas, se for caso disso, incluindo o emitente relevante e o facto de a recomendação ter sido revelada a esse emitente e corrigida após esse facto, mas antes da sua divulgação;
- b) Qualquer base ou método utilizados para avaliar um instrumento financeiro ou um emitente de um instrumento financeiro, para fixar o preço-alvo de um instrumento financeiro sejam resumidos de forma adequada;
- c) O significado de qualquer recomendação emitida, como por exemplo, «comprar», «vender» ou «manter», que pode incluir o horizonte temporal do investimento a que se refere a recomendação, seja explicado de forma adequada e que qualquer advertência pertinente em relação ao risco, incluindo uma análise de sensibilidade das hipóteses em questão, seja indicada;
- d) Seja feita referência à eventual frequência prevista para as actualizações da recomendação, bem como a qualquer alteração importante da política de cobertura anteriormente anunciada;
- e) A data em que a recomendação foi divulgada pela primeira vez para efeitos de distribuição seja indicada de forma clara e bem visível, tal como a data e hora a que se referem os preços indicados para qualquer instrumento financeiro;

- f) Sempre que uma recomendação divirja de uma recomendação relativa ao mesmo instrumento financeiro ou emitente, emitida nos 12 meses precedentes, esta alteração e a data desta recomendação sejam indicadas de forma clara e bem visível.

2. Sempre que as disposições das alíneas a), b) e c) do n.º 1 forem desproporcionadas relativamente à extensão da recomendação divulgada, os Estados-Membros assegurarão que seja suficiente uma referência clara e visível na própria recomendação ao local em que as informações exigidas possam ser fácil e directamente acessíveis ao público como, por exemplo, um *link* que remeta para um sítio internet adequado da pessoa relevante, desde que a base ou o método de avaliação utilizados não tenham sido alterados.

3. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que os requisitos referidos no n.º 1 sejam adaptados por forma a não serem desproporcionadas no caso de recomendações não escritas.

#### Artigo 5.º

### Regra geral relativa à divulgação de interesses ou de conflitos de interesses

1. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para garantir que as pessoas relevantes divulguem todas as relações e circunstâncias susceptíveis de serem razoavelmente consideradas prejudiciais à objectividade da recomendação, nomeadamente quando as pessoas relevantes têm um interesse financeiro significativo num ou em vários instrumentos financeiros objecto da recomendação ou um conflito de interesses importante com o emitente a que diz respeito e recomendação.

Sempre que a pessoa relevante for uma pessoa colectiva, este requisito aplica-se igualmente às pessoas que nela trabalham, sob contrato ou outro vínculo, que tenham estado envolvidas na elaboração da recomendação.

2. Sempre que a pessoa relevante for uma pessoa colectiva, a informação a divulgar de acordo com o n.º 1 deve incluir, pelo menos, os seguintes elementos:

- a) Quaisquer interesses ou conflitos de interesses da pessoa relevante ou das pessoas colectivas a ela ligadas que sejam acessíveis ou que podem razoavelmente ser considerados acessíveis às pessoas que participam na elaboração da recomendação;
- b) Quaisquer interesses ou conflitos de interesses da pessoa relevante ou das pessoas colectivas a ela ligadas conhecidos das pessoas que, embora não tenham participado na elaboração da recomendação, tiveram acesso ou podem razoavelmente ser consideradas como tendo tido acesso à recomendação, antes da sua divulgação aos clientes ou ao público.

3. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para garantir que a própria recomendação inclua as informações previstas nos n.ºs 1 e 2. Sempre que estas informações forem desproporcionadas relativamente à extensão da recomendação divulgada, será suficiente uma referência clara e visível na própria recomendação ao local em que as informações possam ser fácil e directamente acessíveis ao público como, por exemplo, um *link* que remeta directamente para essas informações num sítio internet adequado da pessoa relevante.

4. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que os requisitos do n.º 1 sejam adaptados por forma a não serem desproporcionados no caso de recomendações não escritas.

5. O n.ºs 1 e 3 não se aplicam aos jornalistas sujeitos a uma regulamentação adequada e equivalente nos respectivos Estados-Membros, incluindo a auto-regulação, desde que essa regulamentação produza os mesmo efeitos que os n.ºs 1 a 3.

#### Artigo 6.º

#### Condições suplementares relativas à divulgação de interesses ou de conflitos de interesses

1. Para além das obrigações estabelecidas no artigo 5.º, os Estados-Membros exigirão que as recomendações formuladas por um analista independente, uma empresa de investimento, uma instituição de crédito, qualquer pessoa colectiva a ela ligada ou qualquer outra pessoa cuja actividade principal consista em elaborar recomendações, divulguem de forma clara e bem visível a seguinte informação sobre os seus interesses e conflitos de interesses:

a) As participações importantes existentes entre, por um lado, as pessoas relevantes ou qualquer pessoa colectiva com elas relacionada e o emitente, por outro. Estas participações importantes incluirão, pelo menos, os seguintes casos:

- quando a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada detiverem mais de 5 % da totalidade do capital emitido do emitente, ou
- quando o emitente detiver mais de 5 % da totalidade do capital emitido da pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada,

os Estados-Membros prevêem limiares inferiores aos 5 % indicados nestes dois casos;

b) Os outros interesses financeiros importantes da pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva com ela relacionada em relação ao emitente:

c) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada é um intermediário financeiro de fomento do mercado (*market maker*) ou um prestador de liquidez no que diz respeito aos instrumentos financeiros do emitente;

d) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada desempenhou, nos últimos 12 meses, funções de líder ou de líder associado na colocação de qualquer oferta pública de instrumentos financeiros do emitente;

e) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada é parte em qualquer outro acordo com o emitente relativamente à prestação de serviços bancários de investimento, desde que tal não implique a divulgação de informações comerciais confidenciais e que o acordo tenha estado em vigor nos últimos 12 meses ou tenha dado origem a uma remuneração ou à promessa de remuneração durante o mesmo período;

f) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada é parte num acordo com o emitente relativo à elaboração da recomendação.

2. Os Estados-Membros exigirão a divulgação, em termos gerais, da estrutura das disposições administrativas e de organização efectivas, instituídas para prevenir e evitar os conflitos de interesse, no seio da empresa de investimento ou da instituição de crédito, relativamente às recomendações, incluindo as barreiras informativas.

3. Os Estados-Membros exigirão que, para as pessoas singulares ou colectivas que trabalhem para uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito sob contrato qualquer outro vínculo, e que tenham estado envolvidos na elaboração da recomendação, a condição prevista no segundo parágrafo do n.º 1 do artigo 5.º incluirá, em especial, a informação sobre se a remuneração dessas pessoas está ligada a operações bancárias de investimento realizadas pela empresa de investimento, pela instituição de crédito ou por qualquer pessoa colectiva a ela ligada.

Além disso, sempre que essas pessoas singulares receberem ou adquirirem acções dos emitentes antes da respectiva oferta pública, deve ser indicado o preço e a data de aquisição dessas acções.

4. Os Estados-Membros exigirão que as empresas de investimento e as instituições de crédito divulguem trimestralmente a proporção de todas as recomendações de «comprar», «manter», «vender», ou expressões equivalentes, no conjunto das suas recomendações, bem como a proporção de emitentes que correspondem a cada uma dessas categorias em que as empresas de investimento ou as instituições de crédito prestaram serviços bancários de investimento significativos nos últimos 12 meses.

5. Os Estados-Membros assegurarão que a própria recomendação inclua as informações previstas nos n.ºs 1 a 4. Sempre que estas informações forem desproporcionadas relativamente à extensão da recomendação divulgada, será suficiente uma referência clara e visível na própria recomendação ao local em que as informações possam ser fácil e directamente acessíveis ao público como, por exemplo, um *link* que remeta directamente essas informações para um sítio internet adequado da empresa de investimento ou da instituição de crédito.

6. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que os requisitos referidos no n.º 1 sejam adaptados por forma a não serem desproporcionadas no caso de recomendações não escritas.

## CAPÍTULO III

**DIVULGAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES ELABORADAS POR TERCEIROS***Artigo 7.º***Identidade das pessoas que divulgam recomendações**

Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para garantir que, quando uma pessoa relevante sob sua própria responsabilidade divulgar uma recomendação elaborada por um terceiro, a identidade dessa pessoa deve ser indicada de forma clara e bem visível na recomendação.

*Artigo 8.º***Regra geral relativa à divulgação das recomendações**

Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para garantir que, quando uma recomendação elaborada por um terceiro for substancialmente alterada na informação divulgada, essa informação indique de forma clara e em pormenor a alteração introduzida. Os Estados-Membros assegurarão que, quando a alteração substancial consistir numa mudança do sentido da recomendação (por exemplo, uma recomendação de «comprar» que passa a uma recomendação de «manter» ou de «vender» ou vice-versa) as obrigações definidas nos artigos 2.º a 5.º respeitantes ao autor da recomendação sejam cumpridas pela pessoa que a divulga, na medida da alteração substancial introduzida.

Além disso, os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para que as pessoas colectivas relevantes que divulgam, elas próprias ou através de pessoas singulares, uma recomendação substancialmente alterada, disponham de uma política escrita formal, por forma a poder indicar aos destinatários da informação onde podem encontrar a identidade da pessoa que elaborou a recomendação, a própria recomendação, assim como os interesses ou os conflitos de interesses da referida pessoa, desde que tais elementos sejam públicos.

O primeiro e segundo parágrafos não se aplicam às informações de imprensa respeitantes às recomendações elaboradas por terceiros, desde que estas não tenham sido objecto de alterações substanciais.

No caso de ser divulgado o resumo de uma recomendação elaborada por um terceiro, as pessoas relevantes que divulgam esse resumo garantirão que o mesmo é claro e não contém informações enganosas, mencionando a fonte do documento e o local onde o público pode aceder de forma fácil e directa às informações relacionadas com o documento que constitui a sua fonte, sempre que forem públicas.

*Artigo 9.º***Obrigações suplementares impostas às empresas de investimento e às instituições de crédito**

Para além das obrigações estabelecidas nos artigos 7.º e 8.º, sempre que uma pessoa relevante for uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito, ou uma pessoa singular

que trabalhe para essas pessoas sob contrato ou qualquer outro vínculo, divulgar recomendações elaboradas por um terceiro, os Estados-Membros assegurarão que:

- a) A denominação da autoridade competente da empresa de investimento ou instituição de crédito seja indicada de forma clara e bem visível;
- b) As obrigações estabelecidas no artigo 6.º em relação ao autor sejam cumpridas pelo divulgador, caso o autor da recomendação não a tenha ainda divulgado através de um canal de distribuição;
- c) A empresa de investimento ou instituição de crédito respeitará as obrigações impostas aos autores nos artigos 2.º a 6.º, caso tenha alterado de forma substancial a recomendação.

## CAPÍTULO IV

**DISPOSIÇÕES FINAIS***Artigo 10.º***Transposição**

1. Os Estados-Membros porão em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva, o mais tardar em 12 de Outubro de 2004. Os Estados-Membros comunicarão imediatamente à Comissão o texto dessas disposições, bem como um quadro de correspondência entre as referidas disposições e a presente directiva.

Quando os Estados-Membros adoptarem tais disposições, estas deverão incluir uma referência à presente directiva ou ser acompanhadas dessa referência aquando da sua publicação oficial. As modalidades dessa referência serão estabelecidas pelos Estados-Membros.

2. Os Estados-Membros comunicarão à Comissão o texto das principais disposições de direito interno que adoptarem no domínio regido pela presente directiva.

*Artigo 11.º***Entrada em vigor**

A presente directiva entrará em vigor na data da sua publicação no *Jornal Oficial da União Europeia*.

*Artigo 12.º***Destinatários**

Os Estados-Membros são os destinatários da presente directiva.

Feito em Bruxelas, em 22 de Dezembro de 2003.

Pela Comissão

Frederik BOLKESTEIN

Membro da Comissão