

Proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados e que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho

(2003/C 71 E/07)

COM(2002) 625 final — 2002/0269(COD)

(Apresentada pela Comissão em 19 de Novembro de 2002)

EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS

Proposta de Directiva relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados

SECÇÃO I — ANTECEDENTES DA PROPOSTA

1. Em que consiste a Directiva relativa aos serviços de investimento?

A Directiva relativa aos serviços de investimento, adoptada em 1993, tinha por objectivo estabelecer as condições nas quais as empresas de investimento e os bancos autorizados podiam prestar certos serviços específicos noutros Estados-Membros, com base numa autorização e supervisão do país de origem. Os serviços elegíveis para um passaporte ao abrigo da actual DSI incluem a corretagem, a negociação, a gestão de carteiras individuais, a recepção e transmissão de ordens de investidores e actividades de tomada firme/colocação. Além disso, a DSI consagrava o direito de acesso directo ou remoto de qualquer empresa autorizada no seu âmbito à participação na negociação nas bolsas/mercados regulamentados de outros Estados-Membros. A fim de promover o exercício efectivo deste direito, a DSI introduziu os elementos que definiam certas características das bolsas de valores que beneficiavam do reconhecimento mútuo, o que, por seu turno, impunha certas condições ao funcionamento destes mercados. A DSI constitui, por conseguinte, o instrumento jurídico que transpõe para a prática as liberdades consagradas no Tratado em matéria de serviços de investimento e de negociação organizada de instrumentos financeiros (ver anexo 1 para uma descrição mais pormenorizada da Directiva 93/22/CEE).

2. Um panorama financeiro em rápida evolução na Europa

O financiamento com recurso ao mercado está a desempenhar um papel crescente no financiamento das grandes e médias empresas e na afectação das poupanças europeias. Mercados financeiros ordenados, transparentes e regulamentados de forma eficaz podem constituir um importante motor da criação de riqueza. Na Europa, as sociedades à procura de fundos voltaram-se recentemente para os mercados financeiros como fonte de financiamento alternativa relativamente ao crédito bancário: o número e o valor de novas emissões disparou no final da década de 90, à medida que as empresas procuravam ter acesso a um financiamento mais barato e não intermediado para financiar projectos de investimento ambiciosos. Uma maior oferta veio de encontro a esta procura, uma vez que os investidores se voltaram para investimentos baseados no mercado como forma de aumentar o rendimento das suas poupanças e das prestações de reforma com um perfil adequado em termos de risco.

Os recentes reveses sofridos pelos mercados bolsistas não diminuiram a necessidade de um financiamento baseado no mercado. Todavia, vieram realçar a importância de se dispor de um enquadramento legal e regulamentar sólido para se assegurar a confiança dos investidores e a liquidez e para permitir o florescimento dos mercados financeiros. Os mercados financeiros podem ultrapassar oscilações periódicas de volatilidade, correcções cíclicas ou um mau desempenho de certos títulos individuais, mas não poderão sobreviver à erosão da confiança dos investidores, decorrente de um funcionamento desordenado, opaco e permeável a abusos ou se os intermediários não cumprirem as suas obrigações fiduciárias perante o investidor final. A presente proposta integra-se num programa coerente de medidas legislativas destinadas a contribuir para a emergência de mercados de capitais integrados e eficientes a nível europeu, impondo simultaneamente controlos e equilíbrios proporcionados para evitar excessos de mercado e para proteger os investidores.

A integração dos mercados europeus de acções e obrigações das empresas permite aspirar a uma redução significativa dos custos de negociação e do custo do financiamento das empresas através de acções/obrigações. Estudos recentes apontam para a possibilidade de se obterem benefícios significativos, a nível da eficiência estática, decorrentes da instituição de mercados de acções e obrigações das empresas integrados, profundos e líquidos. Tal implicará uma redução permanente do custo dos capitais próprios de 0,5 %, o que provocará um crescimento do investimento, emprego (0,5 %) e PIB (1,1 %). Os benefícios resultantes da existência de mercados de capitais eficientes serão maximizados através da agregação da liquidez e se se permitir a interacção da oferta e da procura de instrumentos financeiros numa base pan-europeia. Isto virá maximizar a importância das posições de negociação, reduzir a volatilidade específica das acções e limitar os efeitos adversos sobre os preços para as grandes transacções. Ao pôr em comum a liquidez das principais acções e ao pôr termo às estratégias de diversificação geográfica, poder-se-á libertar capitais para mercados de novas emissões e para investimento em capital de risco. A introdução do euro preparou já o caminho para a plena integração dos mercados monetários sem garantia e fomentou significativamente a integração dos mercados de títulos de dívida soberana e financeira. Os participantes no mercado estão agora a procurar alargar as mesmas estratégias de negociação e de gestão de carteira às transacções em acções e a outros mercados de activos. Todos estes factores estão subjacentes ao forte crescimento verificado recentemente da negociação transfronteiras de instrumentos financeiros: ao longo dos últimos cinco anos, as transacções de acções transfronteiras aumentaram a um ritmo de 20-25 % ao ano.

Tendo em conta o contributo de um financiamento concorrencial e flexível baseado no mercado para o crescimento e para o emprego, os Conselhos Europeus de Lisboa e Estocolmo colocaram a integração dos mercados financeiros europeus no âmago do programa de reforma económica europeia. Se se pretende potenciar os benefícios, há que eliminar os obstáculos às transacções de investimento, implementando simultaneamente um programa abrangente de medidas destinadas a alinhar os regimes regulamentares nacionais em todas as fases do ciclo de negociação: desde as obrigações em matéria de publicação de informações no momento da emissão, orientações comuns sobre a negociação e a conduta dos participantes no mercado, até à conclusão e à notificação das transacções efectuadas. Com base no PASF, a Comissão apresentou uma série de propostas de medidas legislativas europeias que procuram estabelecer os alicerces de um enquadramento regulamentar coerente com vista à integração dos mercados financeiros. Este ambicioso programa de medidas legislativas constitui a chave de um aumento importante e duradouro do emprego e do potencial de criação de riqueza na Europa. Esta nova proposta constitui parte integrante deste programa.

A Directiva relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados e medidas legislativas conexas da UE

A nova DSI promoverá, através da harmonização das regras de negociação com ou em nome de clientes ou por conta própria e da promoção do funcionamento transparente dos sistemas de negociação organizados, a integração dos mercados secundários de instrumentos financeiros. Todavia, estas medidas constituem uma condição necessária mas não suficiente para permitir uma interacção transfronteiras eficaz de todos os potenciais interesses de compra e venda de um determinado instrumento. O PASF identificou uma série de domínios que exigem soluções a nível comunitário com vista a um mercado financeiro único.

Harmonização do conteúdo e da forma das informações relevantes a publicar pelos emitentes: uma das principais funções dos mercados financeiros consiste em fazer reflectir no respectivo preço todas as informações disponíveis relacionadas com um determinado instrumento financeiro. As regras em matéria de informação a publicar pelo emitente no momento em que é feita uma oferta inicial (prospectos) e de forma permanente, são essenciais se se pretende que todos os investidores e operadores europeus cheguem a uma apreciação igualmente fundamentada sobre o valor de um investimento potencial (assegurar que se baseiam em elementos comparáveis). Com este objectivo, o PASF promoveu um programa abrangente de medidas em matéria de informação financeira, que inclui a proposta de Directiva relativa aos prospectos, os trabalhos em curso respeitantes à prestação regular de informações (e à publicação *ad hoc* de informações susceptíveis de influenciar os preços) e o Regulamento relativo às normas contabilísticas internacionais (sobre o qual já existe acordo político). A existência de um sistema moderno de prestação de informações pelo emitente é também fundamental para o objectivo consagrado na DSI de permitir aos mercados regulamentados competirem em termos de liquidez, admitindo valores mobiliários de países parceiros à negociação sem impor uma duplicação de obrigações em matéria de publicidade.

Salvaguardar a integridade do mercado, evitar os abusos de mercado: num mercado financeiro integrado, um investidor de um Estado-Membro poderá negociar valores mobiliários emitidos num segundo Estado-Membro através dos sistemas de um mercado situado num terceiro Estado-Membro com uma contraparte situada num quarto. Perante este cenário, é fundamental que exista um regime sólido e eficaz a nível europeu para detectar e punir os abusos de mercado. As autoridades de supervisão, os operadores e os participantes no mercado devem comportar-se de forma escrupulosa, exercer a vigilância e cooperar de forma eficaz quando necessário para evitar que abusos transfronteiras comprometam a confiança dos investidores. A Directiva relativa aos abusos de mercado (cujo acordo se prevê para breve) define claramente as condutas proibidas e estabelece uma disciplina rigorosa para controlar e punir práticas abusivas em toda a UE.

Permitir aos sistemas de investimento colectivo explorarem as liberdades inerentes ao mercado único: os instrumentos de investimento colectivo surgiram como uma força poderosa para gerir e intermediar a poupança privada. Os OICVM têm actualmente uma capitalização entre 3 e 4 mil milhões de euros. As Directivas OICVM, recentemente aprovadas, constituirão a base para o enquadramento no mercado único dos fundos de investimento, ao alargar os veículos de poupança colectiva que podem distribuir produtos a nível da UE e ao prever o reconhecimento mútuo das qualificações dos gestores dos fundos.

Promover uma compensação e liquidação eficiente e concorrencial das transacções transfronteiras: os obstáculos à ultimateção das transacções transfronteiras de valores mobiliários estão a ser objecto de atenção crescente. É crucial dispor-se de um elevado grau de interconectividade entre as diferentes ligações na cadeia de compensação e liquidação se se pretende que os investidores que efectuem uma transacção no mercado noutro Estado-Membro da UE possam repatriar a titularidade desses valores sem incorrer em custos, atrasos ou riscos de «operações falhadas» indevidos. Existe agora um melhor conhecimento dos múltiplos obstáculos jurídicos, fiscais e regulamentares que impedem uma compensação e liquidação eficientes das transacções transfronteiras. Certas partes no debate manifestaram a opinião de que estruturas diferentes de propriedade e organização para estas actividades podem também criar barreiras estratégicas à prestação concorrencial de serviços de compensação e liquidação. A Comissão publicou recentemente uma Comunicação [COM(2002) 257] que define uma série de orientações estratégicas e convida as partes interessadas a contribuir para identificar as respostas mais adequadas a nível da UE.

3. Por que motivo é necessária uma nova Directiva?

A actual directiva deixou de proporcionar um enquadramento eficaz para a actividade de investimento transfronteiras na UE. Não estabelece regras de base claras no âmbito das quais se possa promover a concorrência e a consolidação das infra-estruturas de negociação (bolsas e outros mecanismos). As principais limitações da actual DSI são, nomeadamente, as seguintes:

1. a DSI não prevê uma harmonização suficiente para permitir um reconhecimento mútuo efectivo das autorizações concedidas às empresas de investimento. Assim, a eficácia do passaporte DSI foi acentuadamente enfraquecida por uma supervisão dupla/múltipla das actividades transfronteiras;
2. a DSI contém um regime de protecção dos investidores desactualizado: as salvaguardas relevantes devem ser actualizadas para ter em conta os novos modelos operacionais, as práticas de mercado e os riscos envolvidos. As normas em matéria de protecção dos investidores carecem também de uma revisão para obrigar as empresas que actuam por conta dos investidores finais a utilizarem activamente as novas oportunidades de negociação por forma a obter as melhores condições para o cliente. Tal assegurará que a concorrência entre diferentes tipos de sistemas de execução de ordens funciona em benefício do investidor final e não em seu detrimento;
3. a DSI não abrange a gama completa de serviços destinados aos investidores (por exemplo, consultoria, novos canais de distribuição) ou negociação financeira (por exemplo, em instrumentos derivados sobre mercadorias). Algumas destas actividades, quando exercidas como actividade principal ou regular da empresa, podem suscitar riscos importantes para os investidores ou para a eficiência/estabilidade do mercado, que poderão ser abordados na DSI revista e no regime conexo;

4. a DSI não contempla as questões regulamentares e concorrenciais que surgem quando as Bolsas começam a concorrer entre si e com as novas plataformas de execução de ordens. Na altura em que foi adoptada a DSI, não existia concorrência entre bolsas/sistemas de negociação. Actualmente, a concorrência entre os diferentes métodos de execução de operações (bolsas, novos sistemas de negociação, execução de ordens *in house* por parte das empresas de investimento) constitui o principal desafio regulamentar com que se defrontam as autoridades europeias de supervisão dos valores mobiliários. As poucas disposições da DSI, não suficientemente desenvolvidas, relacionadas com os mercados regulamentados não constituem um enquadramento regulamentar sólido, no âmbito do qual os mercados e sistemas possam competir em termos de liquidez e em que as empresas de investimento possam efectuar a execução de ordens fora da bolsa no contexto da prestação de outros serviços a clientes;
5. a DSI prevê uma orientação facultativa à regulamentação da estrutura do mercado que cria um obstáculo de peso à emergência de uma infra-estrutura de negociação integrada e concorrencial. O n.º 3 do artigo 14.º da actual directiva permite às autoridades nacionais exigirem que as ordens dos pequenos investidores sejam executadas apenas num mercado regulamentado (regra da concentração). Diversos Estados-Membros utilizaram esta opção para favorecer a interacção das ordens dos pequenos investidores em cadernos de ordens centralizados operados por mercados regulamentados. Outros Estados-Membros preferiram não utilizar esta opção e deixaram às empresas de investimento a responsabilidade de decidirem a melhor forma de assegurar a «execução nas melhores condições» para os seus clientes, o que ocasionou uma maior diversidade dos métodos de execução de ordens nesses países. Estas divergências fundamentais relativamente à regulamentação da estrutura de mercado deram, por seu turno, origem a discrepâncias, a nível nacional, entre as convenções em matéria de negociação, regras de funcionamento de mercado, possibilidade de concorrência entre plataformas de execução de ordens e comportamento dos participantes no mercado. Estas discrepâncias constituem um obstáculo significativo às transacções transfronteiras e fragmentam a liquidez;
6. as disposições da DSI relativamente à designação e à cooperação entre autoridades competentes não são suficientes: a actual directiva não é suficientemente clara no que diz respeito à atribuição das responsabilidades de controlo de execução dentro dos Estados-Membros e não estabelece uma base sólida para a cooperação prudencial transfronteiras. Um mercado financeiro único plenamente integrado exige que as condutas proibidas possam ser reprimidas e punidas com a mesma severidade em toda a UE. Um outro pré-requisito para um mercado único integrado e ordenado é que exista uma cooperação e um fluxo de informação imediatos entre autoridades nacionais. O dispositivo da actual DSI no que diz respeito à cooperação prudencial foi concebido para um contexto no qual as ligações entre os mercados financeiros nacionais eram muito menos utilizadas. Estes mecanismos precisam de ser substancialmente revistos;
7. as disposições da DSI são rígidas e desactualizadas: a DSI tem de ser reformulada, uma vez que é incapaz de dar resposta às questões regulamentares urgentes levantadas pela evolução da estrutura do mercado das práticas negociais e prudenciais. A necessidade de rever a DSI constitui um testemunho da futilidade de tentar regular os mercados financeiros através de disposições pesadas numa legislação imutável. Tendo em conta a resposta favorável do Conselho Europeu e do Parlamento Europeu às recomendações do Comité Lamfalussy, propõe-se que se alterem as disposições essenciais da directiva, para permitir a adopção de medidas de execução juridicamente vinculativas através de um procedimento de comitologia. Este procedimento será utilizado em estrita conformidade com o Acordo Interinstitucional entre o Parlamento Europeu, o Conselho e a Comissão.

Dadas as amplas limitações da actual DSI, e tendo em conta a necessidade de aumentar a sua capacidade de resposta à evolução estrutural verificada a nível dos mercados financeiros europeus, a Comissão considera ser mais eficaz e racional proceder a uma substituição integral do texto actual. A nova proposta incorpora as disposições da actual DSI que se revelaram adequadas e baseia-se nas estruturas nacionais de supervisão e controlo de execução que implementaram a actual DSI. As alterações propostas ao seu âmbito de aplicação traduzem mais uma evolução orgânica do que uma mudança radical. Ao basear-se nos alicerces estabelecidos pela actual directiva, espera-se limitar a amplitude dos ajustamentos legais, institucionais e prudenciais que serão necessários para implementar um novo texto.

Uma nova abordagem da regulamentação financeira europeia

O Plano de Acção para os Serviços Financeiros alertou para as carências do enquadramento jurídico europeu no domínio dos valores mobiliários e para os custos de oportunidade significativos que resultavam da fragmentação regulamentar da liquidez europeia. Identificou uma série de iniciativas destinadas a criar um enquadramento legislativo que promovesse a emergência de um mercado financeiro único profundo e de elevada liquidez. Como parte deste pacote, a Comissão publicou, em Novembro de 2000, um Livro Verde onde se explorava uma série de temas relacionados com o funcionamento da DSI. Tendo em conta as 68 respostas ao Livro Verde, a Comissão concluiu que era necessário proceder a uma ampla revisão da directiva.

As recomendações do Comité de Sábios Lamfalussy, aprovadas pelo Conselho Europeu de Estocolmo em Março de 2001, influenciaram fortemente a elaboração desta proposta:

1. *Consulta dos operadores de mercado e partes interessadas:* desde a publicação do Livro Verde, os serviços da Comissão solicitaram por duas vezes as reacções das partes interessadas, de forma aberta e abrangente, relativamente a uma concepção informal e preliminar do âmbito e da forma que deveria assumir a revisão da DSI. Uma primeira consulta, que permitiu delinear de forma exhaustiva as possíveis alterações à directiva, foi publicada em Julho de 2001. Estas orientações preliminares foram debatidas num fórum aberto, que contou com a participação de 150 partes interessadas, realizado em Bruxelas em 18 e 19 de Setembro de 2001. Foram recebidas 77 contribuições em resposta a esta consulta, que levaram a uma reapreciação de algumas facetas importantes das orientações iniciais, objecto de críticas por serem demasiado prescritivas e pouco propícias à concorrência e à inovação na prestação de serviços de execução de ordens. Consequentemente, a Comissão publicou, em Março de 2002, um conjunto de orientações substancialmente revistas para a nova DSI. As orientações revistas foram de novo sujeitas a uma análise rigorosa num fórum aberto (22 de Abril de 2002) que contou com mais de 200 participantes. A presente proposta foi elaborada com base numa ponderação cuidadosa das 107 respostas a estas orientações revistas.
2. *Regras do mercado único mais eficazes e adaptáveis ao mercado:* o Comité Lamfalussy defendia uma distinção sistemática e racional entre os grandes princípios a serem harmonizados através de directivas comunitárias e a adopção, através do procedimento de comitologia, de medidas de execução uniformes e juridicamente vinculativas, embora adaptáveis. Neste âmbito, o CESR deverá preparar um parecer técnico pormenorizado, tendo em conta as reacções à consulta aberta, para dar resposta às questões levantadas pela Comissão. Esta estrutura a dois níveis para a adopção de legislação no domínio dos valores mobiliários foi proposta como forma de conciliar a continuidade dos princípios regulamentares de base estabelecidos de forma democrática com uma harmonização pormenorizada que é necessária para dar apoio à organização transfronteiras da negociação de valores mobiliários e serviços conexos e a flexibilidade necessária para adaptar as práticas num mercado financeiro que evolui rapidamente. O acordo interinstitucional e a votação em sessão plenária do Parlamento Europeu sobre a implementação das propostas do Comité Lamfalussy abriu caminho para que a presente proposta pudesse ser elaborada de acordo com as mesmas orientações.

4. Objectivos gerais da nova proposta

A proposta de Directiva relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados pretende reforçar a capacidade do enquadramento legislativo comunitário para prosseguir dois objectivos regulamentares globais:

1. a protecção dos investidores e a integridade do mercado, estabelecendo requisitos harmonizados que regem as actividades dos intermediários autorizados;
2. a promoção de mercados financeiros justos, transparentes, eficientes e integrados: este objectivo será de modo especial potenciado pelo desenvolvimento de regras de base sobre a negociação e a execução de operações sobre instrumentos financeiros, tanto em sistemas de negociação e mercados organizados, como pelas empresas de investimento.

A nova directiva será analisada seguidamente em função dos seguintes domínios:

- medidas destinadas a promover uma infra-estrutura de negociação financeira eficiente, transparente e integrada;
- disposições que regem a prestação de serviços de investimento, com vista a proteger os investidores e a promover a integridade do mercado;
- alargamentos propostos ao âmbito de aplicação da directiva;
- outras questões (compensação e liquidação, cooperação a nível prudencial).

SECÇÃO II — UMA INFRA-ESTRUTURA DE NEGOCIAÇÃO EFICIENTE, TRANSPARENTE E INTEGRADA

1. Concorrência e fragmentação

Na Europa, como em qualquer outro lado, as funções de mercado e de intermediário têm sido historicamente desempenhadas por tipos de instituições diferentes. Na altura em que foi adoptada a DSI, as bolsas beneficiavam de uma exclusividade nacional para o encontro organizado entre os interesses de compra e de venda dos valores mobiliários emitidos no seu território. Os intermediários apenas competiam entre si na prestação de serviços aos investidores finais e aos emittentes e a nível da negociação «no mercado de balcão» (OTC). Esta dicotomia institucional permitia estabelecer uma distinção clara entre o âmbito da protecção dos investidores — que apenas se aplicava aos intermediários — e as normas respeitantes ao mercado que tinham por objectivo promover um funcionamento transparente e eficiente dos mercados — e que se aplicavam essencialmente às bolsas. Desde a adopção da DSI, o mercado financeiro europeu tornou-se mais complexo e as fronteiras entre as bolsas e os intermediários esbateram-se. As tecnologias da informação permitiram que a actividade central das bolsas fosse reproduzida a baixo custo por sistemas alheios à bolsa e permitiram às bolsas reinventarem-se como agentes de mercado concorrenciais: existem agora mais intervenientes e mais opções de negociação.

Novas tendências a nível da negociação financeira europeia

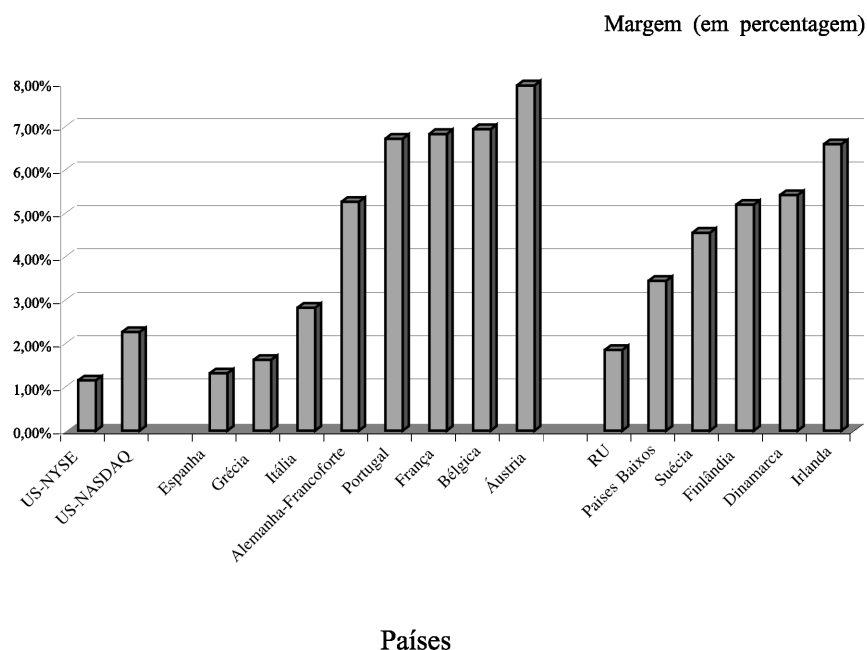
As seguintes tendências, induzidas pelo progresso tecnológico, transformaram todo o ambiente de negociação financeira:

1. *concorrência entre bolsas*: terminou a era das bolsas de valores como serviço público, actuando como único ponto de liquidez nacional incontestado. Actualmente, existem bolsas de valores com fins lucrativos que concorrem directamente para atrair as ordens e as cotações, que procuram alargar as suas actividades através de fusões transfronteiras ou da integração vertical ao longo da cadeia de compensação e liquidação;
2. *concorrência de sistemas de negociação alternativos (ATS)*: os novos participantes fornecem formas alternativas para a negociação por conta própria por parte dos investidores institucionais e profissionais. Estes sistemas constituem neste momento a forma de negociação organizada mais importante para as obrigações. No entanto, apenas representam 1 % do volume de negociação de acções na UE (uma quota nas transacções de acções muito inferior à verificada nos EUA);
3. *crescimento do volume de ordens dos clientes executadas internamente pelas empresas de investimento*: a concentração da corretagem nas mãos de um número cada vez menor de empresas de investimento e bancos está a criar uma situação em que um grande volume de ordens de clientes pode ser executada «in house» — quer através da confrontação da ordem de um cliente com outra ordem quer através da sua execução contra a posição negocial dos corretores — corretores financeiros. O volume, cada vez menor, das ordens dos pequenos investidores que não podem ser executadas internamente é encaminhado para as bolsas, para execução. Esta prática é bastante generalizada em países que não introduziram uma «regra de concentração»: nestes países, as informações disponíveis indicam que em muitas das grandes instituições se está actualmente a internalizar de 15 a 30 % das ordens dos clientes.

Antes de analisar os desafios regulamentares associados à concorrência nos sistemas de execução das transacções, é importante reter o seguinte:

- no que diz respeito à eficiência global do mercado, as disposições regulamentares que restringem directamente a concorrência entre sistemas de execução de ordens não parecem conduzir a melhorias a nível da formação dos preços que justifiquem uma intervenção tão profunda na estrutura do mercado, com vista a favorecer a execução pelas bolsas. Uma análise recente dos preços das transacções de quase todas as acções negociadas nas principais bolsas europeias não apoia a ideia de que a concentração das operações nas bolsas melhora a eficiência do mercado (avaliada pelas margens médias efectivas entre cotações — Ver Gráfico 1). (Fonte: London Economics, 2002.)

Gráfico 1: Margens efectivas entre cotações



- para além do facto de não se verificarem benefícios em termos de eficiência estática da regulamentação directa da estrutura do mercado, há que ter em conta os custos para o mercado no seu conjunto numa perspectiva dinâmica decorrentes da restrição na escolha do leque de participantes, da concorrência entre sistemas de negociação e da inovação. A concorrência entre sistemas de execução de operações pode conduzir a benefícios dinâmicos se reduzir os custos de transacção, se introduzir liquidez adicional nos mercados, se promover as estratégias de negociação sofisticadas e contribuir para racionalizar a liquidação das transacções. Apesar de serem relevantes outros factores, esta conclusão é em certa medida apoiada pelo facto de os regimes regulamentares da UE, que permitem a concorrência entre bolsas e outras formas de negociação caracterizam-se por um maior volume de capitalização do mercado (170 % do PIB) e da liquidez (medida por um volume de operações de 407 % do PIB) do que os prevaletentes nos Estados-Membros que favorecem a negociação na bolsa (80 % e 130 % respectivamente). A experiência recente do mercado americano sugere que este aumento do volume de operações e da capitalização do mercado pode induzir uma nova redução dos custos da negociação.
- estas vantagens não se restringem aos participantes profissionais no mercado. A internalização da execução das ordens dos clientes pode beneficiá-los de diversas formas: execução mais rápida, melhoria dos preços e redução dos custos associados à liquidação directa das operações no âmbito do sistema da empresa de investimento. A concorrência entre intermediários deve permitir que alguns destes benefícios sejam transferidos para o investidor final. No entanto, estes benefícios não podem ser considerados adquiridos. Um dos objectivos da presente proposta consiste em lançar as condições para que a execução de ordens de clientes fora da bolsa apenas quando exista uma vantagem comprovada para o cliente. É de referir que a experiência com os prestadores de serviços de investimento de pequeno montante no Reino Unido demonstra que a execução fora da bolsa pode conduzir a melhorias de preços para os pequenos investidores em 7 de cada 10 operações;

- a concorrência entre bolsas e outros tipos de sistemas de execução de operações não é um fenómeno novo: as bolsas têm vindo a ser confrontadas desde há muito, em todos os Estados-Membros, com a concorrência da execução de ordens fora da bolsa para pelo menos alguns tipos de transacções. Mesmo os Estados-Membros que exigem a concentração das ordens dos pequenos investidores num mercado regulamentado já permitem a concorrência entre bolsas e outros métodos de negociação para as transacções de operadores profissionais e institucionais. Além disso, as tradições de negociação de todos os Estados-Membros reconhecem que os livros de ordens das bolsas não constituem o método ideal de negociação para todos os tipos de operações. Existem já livros de ordens centrais para as transacções em paralelo com os «do mercado de balcão» e com a negociação interna para uma série de operações. Diversos mercados regulamentados estão agora a procurar conciliar as vantagens de uma negociação orientada pelas cotações e de uma negociação orientada pelas ordens sob um mesmo tecto. A diversidade de sistemas de negociação nos diferentes Estados-Membros constitui um reconhecimento tácito de que um enquadramento regulamentar que favoreça um tipo de execução das transacções não será susceptível de se adaptar à ampla variedade de interesses e estratégias de negociação característica de uma bolsa competitiva.

Para que um mercado financeiro integrado europeu possa atingir o seu pleno potencial, o quadro regulamentar deve permitir a coexistência de diferentes micro-estruturas no mercado, a concorrência entre sistemas de negociação e a liberdade de escolha para os investidores e participantes no mercado. Todavia, a intensificação da concorrência na execução das transacções coloca efectivamente novos desafios ao sistema regulamentar no que diz respeito à protecção dos investidores e à promoção de um mercado ordenado e eficiente. A nova directiva relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados deve proporcionar um quadro coerente e eficaz para a gestão destes desafios. Muitas das questões mais complexas e polémicas em torno da revisão da DSI resultam do esbatimento da fronteira entre os intermediários e a bolsa e da consequente intensificação da concorrência dentro e entre os diferentes sistemas de execução das transacções. Estes desafios podem ser examinados sob três perspectivas:

Fragmentação e formação eficiente dos preços

A dispersão da negociação por diversos sistemas de execução de ordens pode ter como resultado uma fragmentação dos interesses de compra e venda em compartimentos de liquidez pouco profundos e separados entre si. Se nada for feito, este processo poderá agir em detrimento dos dois atributos essenciais de um mercado financeiro competitivo — a liquidez e a eficiência da formação dos preços. De modo especial, esta fragmentação pode ocasionar o alargamento dos diferenciais entre as cotações de compra e venda, aumentar os efeitos adversos sobre os preços das transacções e reduzir as oportunidades de negociação. Tanto a concorrência entre bolsas como a concorrência entre as bolsas e os outros sistemas de execução de ordens podem contribuir para uma fragmentação.

Existe um consenso crescente entre as autoridades de regulamentação financeira e os observadores no sentido de um regime de transparência eficaz poder permitir retirar os benefícios da concorrência entre sistemas de execução das transacções, limitando simultaneamente quaisquer consequências adversas para a eficiência global do mercado. «A transparência do mercado — essencialmente uma disponibilidade alargada de informações relacionadas com as oportunidades actuais de negociação e as transacções recentemente concluídas — é de um modo geral considerada como fundamental quer para a equidade quer para a eficiência de um mercado, nomeadamente para a sua liquidez e para a qualidade do processo de formação dos preços».

Os esforços destinados a combater os efeitos adversos potenciais da fragmentação, através de normas adequadas de transparência, deverão, à partida, ter em conta a totalidade dos sistemas de execução de transacções, para que constituam uma solução abrangente. «Seria conveniente dispor-se de um regime coerente de transparência para cada tipo de activo que se aplique em todas as estruturas de mercado». Um regime de transparência que se limite aos mercados regulamentados e ignore a execução de transacções «fora da bolsa» será parcial em termos de alcance e insuficiente em termos de efeitos. A negociação fora da bolsa que é favorável aos preços prevalentes nos mercados regulamentados pode incorporar informações relativas à negociação que são relevantes para as decisões de investimento de outros participantes no mercado, à semelhança da negociação na bolsa. Sendo assim, defende-se que os outros participantes no mercado possam ter acesso à informação sobre essas transacções ou intenções de negociação, para as ter em conta nas suas decisões de investimento e assim maximizar a eficiência do processo de formação dos preços.

No entanto, a transparência pode ter os seus custos em termos de um menor nível de liquidez à disposição dos participantes no mercado. Se se forçar os corretores e os corretores financeiros a tornarem públicas as condições em que estão dispostos a comprar ou a vender instrumentos, tal pode reduzir a sua capacidade de negociar com lucro e expô-los à negociação estratégica por parte dos outros participantes no mercado. Desse modo, as normas que são concebidas para promover um nível de transparência absoluto — em que todos os participantes no mercado possuem toda a informação sobre todas as oportunidades actuais de negociação a todo o momento — obrigaria os corretores e os corretores financeiros a exporem as suas posições negociais de tal forma que deixariam de estar dispostos a proporcionar liquidez ao mercado. Tal tornaria mais complexa a negociação para os participantes no mercado e os investidores, nomeadamente a nível das transacções em bloco, das transacções em acções de baixa liquidez ou programas de negociação, e poderia contribuir para a volatilidade dos preços. Por conseguinte, é necessária uma certa prudência antes de extrapolar as regras de transparência e a regulamentação bolsista para as transacções fora da bolsa, em que os participantes no mercado põem em risco o seu próprio capital.

Protecção dos investidores

A evolução estrutural verificada a nível da negociação financeira e da execução das ordens pode também dar origem a certos problemas específicos de protecção dos investidores. Um problema concreto a este propósito diz respeito à possibilidade de conflitos de interesses a nível dos corretores que podem executar internamente ordens de clientes contra posições negociais próprias — um processo geralmente conhecido por «internalização». O corretor financeiro integrado tem todo o incentivo para colocar as suas carteiras de negociação à frente dos interesses do cliente. A existência deste conflito de interesses levanta a questão de os investidores/clientes poderem ou não confiar que os corretores cumprirão o seu dever primordial de agir no melhor interesse do cliente. Estes conflitos de interesse são já moeda corrente no âmbito da actual DSI e ao abrigo dos regimes nacionais que permitem aos corretores — corretores financeiros executarem ordens de clientes fora do âmbito das normas de um mercado regulamentado. Contudo, estes conflitos de interesses podem ser agravados quando a empresa de investimento tem uma estratégia activa de internalização das ordens dos clientes e de minimização das ordens que devem ser concluídas na bolsa.

Uma questão conexas consiste no facto de a fragmentação do mercado poder comprometer a representatividade dos preços bolsistas que tradicionalmente serviam como referência para as políticas de «execução nas melhores condições». As regras em matéria de «execução nas melhores condições» prevêm, de um modo geral, que se considera que as empresas de investimento cumprem as suas obrigações perante um cliente quando as suas ordens são executadas num mercado regulamentado ou a um preço igual ou mais favorável do que o prevalecente nesse mercado. A generalização da execução das ordens fora do mercado regulamentado poderia retirar liquidez às bolsas e comprometer a representatividade dos preços de referência estabelecidos nos mercados regulamentados. Neste cenário, as políticas assentes na «execução nas melhores condições» que comparam o desempenho dos corretores com os preços obtidos nos mercados regulamentados perdem a sua relevância como base de referência para a protecção dos clientes. Além disso, perante a fragmentação da negociação por diversos mercados e sistemas separados, os investidores ou os seus corretores podem não estar conscientes ou não ter acesso às melhores oportunidades de negociação disponíveis. É importante salientar que a experiência dos mercados que permitem a execução de ordens fora da bolsa não presta um grande apoio empírico a esta argumentação: os diferenciais entre cotações de compra e venda das acções transaccionadas no LSE SETS (caderno de ordens electrónico do London Stock Exchange) continuaram a reduzir-se apesar da conclusão de um grande volume de ordens de pequenos investidores fora desse caderno de ordens.

Arbitragem regulamentar

A negociação através dos Sistemas de Negociação Multilateral (MTF) e a execução de ordens fora da bolsa por parte das empresas de investimento pode reduzir o volume de transacções concluídas através do caderno de ordens de uma bolsa. Inevitavelmente, levanta-se a questão de saber se as novas entidades que efectuam transacções deverão ou não poder concorrer com as bolsas para a captação de ordens sem estarem sujeitas a custos regulamentares comparáveis. Nomeadamente, deverão os corretores — corretores financeiros que internalizam grandes volumes de ordens de clientes — e que, por esse facto, são por vezes considerados como assumindo o papel de «mercados» — ser obrigados a respeitar uma regulamentação do tipo da aplicável às bolsas? A resposta a esta questão exige uma avaliação objectiva da questão de saber se é ou não correcto equiparar a execução *in house* à operação de uma bolsa. Exige além disso um entendimento da forma como os diferentes requisitos regulamentares precisam de ser adaptados aos mecanismos e riscos dos diferentes métodos de execução das transacções.

2. Princípios orientadores para regulamentar a execução das transacções

A revisão da DSI constitui uma oportunidade única para definir as regras do jogo, por forma a que a execução das ordens — quer conduzida nos mercados regulamentados, quer através de MTF ou fora da bolsa, por empresas de investimento — seja efectuada de modo a servir os interesses do investidor e a eficiência global do sistema financeiro. A forma como estas questões forem resolvidas terá também um impacto importante e directo sobre a relação concorrencial entre os diferentes conjuntos de participantes no mercado. Ao conceber a resposta às questões acima enunciadas e ao definir uma abordagem equilibrada para as diferentes arbitragens regulamentares, a Comissão orientou-se pelos seguintes princípios:

1. A revisão da DSI deverá criar as condições necessárias a uma infra-estrutura integrada e concorrencial de negociação. Um mercado financeiro plenamente integrado é um mercado em que a compra e venda de posições num determinado instrumento financeiro pode interagir ininterruptamente e de forma instantânea através das fronteiras da UE independentemente da localização dos participantes no mercado ou das estruturas/sistemas através dos quais essas posições negociais são manifestadas. A este propósito, as «opções» nacionais no que diz respeito ao tratamento e à execução das ordens de pequenos investidores — que representam cerca de 90 % do número de transacções e 10 % do seu valor — estão claramente em contradição com o objectivo de um mercado financeiro único. Criam uma descontinuidade não apenas em termos da situação regulamentar e concorrencial das plataformas de negociação nos diferentes Estados-Membros, mas também em termos da regulamentação dos intermediários e da protecção a oferecer aos investidores. Se se pretende que a DSI revista prepare o caminho para um mercado financeiro integrado e eficiente, dever-se-á, antes de mais, resistir à tentação de uma abordagem opcional da regulamentação do mercado. Tendo em conta que a opção «regra de concentração» é susceptível de pôr em causa o alinhamento da regulamentação do mercado por um modelo comum, não se pretende renovar tal opção na proposta.
2. A DSI deverá dar uma resposta efectiva aos riscos comprovados em termos de protecção dos investidores e de eficiência do mercado. A emergência de um ambiente de negociação mais heterogéneo e complexo exige uma resposta proporcionada da parte das autoridades de regulamentação, para salvaguardar os interesses dos investidores e a eficiência global do mercado. Os investidores devem confiar em que os corretores exploram de modo activo as novas oportunidades de negociação por forma a obter «as melhores condições» por conta dos seus clientes. Os interesses dos clientes não devem ser negativamente afectados pela existência de conflitos de interesses quando confiam nos corretores — corretores financeiros para executar as suas ordens. Os profissionais do mercado, os emitentes e as autoridades de regulamentação têm um interesse comum em assegurar que a liquidez não seja fragmentada em compartimentos pouco profundos e separados entre si.

Por este motivo, é necessário introduzir um pacote de medidas para assegurar que a dispersão das transacções por muitas bolsas e por diferentes canais de negociação não fragmenta a liquidez nem impede os participantes no mercado de identificarem operações potenciais mutuamente vantajosas. No âmbito deste pacote encontra-se um regime de transparência efectiva que tem por objectivo assegurar a disponibilidade de informações adequadas respeitantes às condições das transacções mais recentes e às oportunidades actuais de negociação em todos os mercados, sistemas de negociação e outros pontos de execução de transacções, para todos os participantes no mercado a nível da UE. A proposta introduzirá também obrigações mais rigorosas no sentido de assegurar que os intermediários utilizem activamente estas informações com o objectivo de obterem as melhores condições para os seus clientes.

A proposta reconhece igualmente que os clientes dos corretores deveriam ter a possibilidade de manifestar as suas eventuais preferências relativamente aos canais através dos quais a sua ordem pode ser executada. Deveriam ser prestadas à partida informações relevantes para a escolha do corretor ou para a percepção da qualidade do serviço de execução, por forma a permitir que o cliente faça o seu juízo com conhecimento de causa. Para o efeito, propõe-se que o pequeno investidor deve dar o seu consentimento prévio, quer de natureza geral, quer relativamente a cada transacção (ver ponto 3.5), antes de as suas ordens serem executadas noutra instância que não o mercado regulamentado ou o sistema de negociação multilateral.

3. As normas da DSI deverão ser proporcionais e baseadas no mercado: Os objectivos de promover a eficiência do mercado e a protecção dos investidores deverão ser prosseguidos através de intervenções regulamentares que constituam uma resposta proporcionada aos riscos comprovados. Deverão ter em conta a possibilidade de recurso a soluções tecnológicas e baseadas no mercado e restringir o menos possível a concorrência e a inovação. Esta filosofia inspirou a proposta da seguinte forma:

- «nenhuma proibição»: a revisão da DSI não deverá proibir nem impedir de qualquer outra forma, através da aplicação de requisitos regulamentares injustificados ou inadequados, a execução de ordens fora das bolsas/mercados tradicionais. A concorrência dos novos sistemas de negociação incentivou as bolsas a inovarem e a desenvolverem novas fontes de vantagens concorrenciais. Não existe qualquer motivo para crer que esses benefícios se tenham esgotado e que seja necessário criar barreiras regulamentares para encaminhar os fluxos de ordens para determinadas categorias de mercado;
- nenhuma obrigação: a proposta não exigirá a uma entidade autorizada como mercado regulamentado que realize a execução de ordens numa base organizada. Os «Sistemas de Negociação Multilateral», que gerem sistemas de informação sobre as intenções de negociação e de execução das ordens deverão ser autorizados a operar esses sistemas com base numa autorização como empresa de investimento, na condição de cumprirem determinados requisitos regulamentares adaptados (ver mais adiante);
- não existência de um modelo regulamentar único para todos os sistemas: as diferenças a nível do tratamento regulamentar não deverão comprometer a possibilidade de as instituições/bolsas, que operam sob um determinado regime regulamentar, atraírem liquidez. Todavia, a limitação da arbitragem regulamentar não equivale a aplicar cegamente uma regulamentação de tipo bolsa a outros sistemas ou métodos de execução das ordens dos investidores. Ao invés, a revisão da DSI deve estabelecer requisitos regulamentares comparáveis para metodologias de execução de ordens comparáveis. Assim, os Sistemas de Negociação Multilateral, que reproduzem as funcionalidades das bolsas em matéria de divulgação e interacção das intenções de negociação, serão sujeitos a uma variante das normas de tipo bolsa no que se refere às funções associadas à negociação. No entanto, a execução de transacções por parte de empresas de investimento quando actuam por conta própria ou quando prestam serviços a clientes não deverá ser equiparada à operação de um caderno de ordens de mercado organizado. A actividade, o funcionamento e a regulamentação dos sistemas e mercados de negociação multilateral são essencialmente diferentes dos da execução de transacções por parte de empresas de investimento — mesmo que estas últimas executem internamente ordens de clientes. Nomeadamente, a execução interna de ordens de clientes não lhes permite negociarem livremente com outros clientes através dos sistemas operados pela empresa de investimento. Além disso, quaisquer normas de transparência para a negociação baseada em cotações não deverá impossibilitar os corretores financeiros de sujeitarem os seus capitais próprios a risco, por forma a melhorar a liquidez do mercado e a facilitar o seu funcionamento. A revisão da DSI deverá, por conseguinte, estabelecer um equilíbrio ponderado entre os problemas relacionados com a arbitragem regulamentar e a necessidade de permitir aos fornecedores de liquidez uma margem suficiente. Não se trata de optar por um tipo de estrutura de mercado em detrimento do outro (orientado pelas ordens *versus* orientado pelas cotações). A proposta pretende criar um enquadramento regulamentar favorável à coexistência de diferentes canais de negociação, com as necessárias salvaguardas em termos de eficiência global do mercado e dos interesses dos investidores finais.

Tendo em conta o que antecede, a presente proposta pretende estabelecer um enquadramento coerente e adaptável aos diferentes riscos para a regulamentação dos principais tipos de mecanismos de execução de ordens actualmente utilizados no mercado financeiro europeu. Propõe intervenções regulamentares proporcionadas para abarcar a protecção dos investidores e os riscos para a eficiência do mercado associados a cada uma das diferentes metodologias de negociação. Tem em conta as interacções concorrenciais e regulamentares que surgem quando coexistem diferentes plataformas e métodos de negociação sujeitas a diferentes variantes de regulamentação em relação ao mercado e aos investidores. Tem por objectivo criar uma situação em que as intenções negociais, independentemente do meio através dos quais são expressos ou do local em que se situam na UE, podem interagir entre si de forma transfronteiras e em tempo real, de modo a que a liquidez reaja plenamente aos diferenciais de preços.

É fundamental, para a concretização destes objectivos, que exista um conjunto completo de normas que exijam a transparência da informação respeitante às transacções. Este regime inclui todas as principais categorias de métodos de execução de transacções de acções — mercados regulamentados, MTF e execução fora da bolsa por parte das empresas de investimento. Estas obrigações de transparência têm por objectivo permitir uma interacção efectiva, em tempo real e transfronteiras, das posições negociais sem o qual não se pode conceber um mercado financeiro único. Este regime permitirá também a concorrência e a inovação na execução das transacções, ou nos serviços que incluem execução de ordens, sem pôr em risco uma formação de preços eficiente. As suas modalidades de aplicação permitirão promover a publicidade da maior quantidade possível de informações sobre as transacções, tendo em conta o facto de que um mesmo grau de transparência não é adequado para todos os modelos de actividade. Este regime de transparência constituirá uma garantia importante para a equidade e a eficiência dos mercados financeiros europeus, bem como para o acesso do investidor às melhores condições em função da importância e do tipo de transacção que pretende efectuar. Não é a única garantia. A proposta prevê igualmente um conjunto de outras medidas para assegurar que a execução fora da bolsa de ordens de clientes apenas intervirá quando se puder provar que tal constitui a melhor forma de servir os seus interesses. Um elemento especialmente importante da proposta consiste na ênfase colocada no respeito de uma forma mais activa e dinâmica da obrigação de «melhor execução», para garantir que as empresas de investimento tomem em consideração um leque alargado de oportunidades de negociação quando actuam por conta dos seus clientes. Esta obrigação reforçada de «melhor execução», que obrigará as empresas de investimento a avaliar regularmente qual das infra-estruturas de execução proporciona as melhores condições para as operações e a estar sempre em condições de demonstrar que as utilizam em benefício dos seus clientes. Esta obrigação de «melhor execução» constitui um mecanismo que garantirá que as informações sobre as operações são divulgadas ao público por força das obrigações de transparência e pode levar as empresas de investimento a inflectir as suas decisões sobre o encaminhamento das ordens. Desta forma, o mecanismo assegurará que a concorrência entre as infra-estruturas de negociação se traduza numa melhoria dos preços para o investidor final. O mecanismo contribuirá igualmente para assegurar a convergência da liquidez para as estruturas de negociação mais eficientes. Actualmente, a liquidez na Europa tende a ter pouca mobilidade e continua a estar concentrada no seu mercado primário — mesmo que existam razões para pensar que estruturas de negociação alternativas podem proporcionar melhores preços. Apesar de não existir qualquer experiência directamente comparável com a utilização de uma obrigação de «melhor execução» para a interconexão dos diferentes sistemas de negociação em concorrência na UE, estão actualmente disponíveis no mercado novas aplicações de «encaminhamento inteligente das ordens», que permitirão às empresas de investimento acompanhar os preços e os volumes de operações em todas as bolsas e nas principais infra-estruturas de negociação da UE.

Consideradas no seu conjunto, estas propostas constituem um passo importante em direcção a um regime regulamentar para um mercado financeiro europeu integrado, eficiente e favorável ao investidor.

Os elementos-chave das propostas concretas no que diz respeito às três principais categorias de formas de execução de transacções actualmente utilizadas nos mercados da UE são apresentados em seguida de forma sucinta.

3. Grandes princípios aplicáveis aos mercados regulamentados (Título III)

A proposta preserva o estatuto específico e o regime de autorização dos mercados regulamentados que está no âmago da actual DSI já consagrado nos códigos dos valores mobiliários vigentes em todos os Estados-Membros. A noção de «mercado regulamentado» não se limita a abarcar uma infra-estrutura em que a negociação e troca de instrumentos financeiros é organizada segundo um conjunto de regras que abrangem diferentes tipos de componentes deste processo. É muito mais do que isso: inclui um conjunto amplo de funções, representa uma forma de organização distinta e incorpora certos aspectos negociais específicos. A admissão de um instrumento à negociação no mercado regulamentado serve também para desencadear a aplicação de disposições contidas em diversas medidas legislativas conexas. Tendo em conta o que antecede, a DSI trata o funcionamento de um mercado regulamentado como uma actividade que exige um regime regulamentar distinto.

A actual DSI estabelece um número limitado de aspectos jurídicos que devem ser respeitados por todos os mercados regulamentados na UE. Estes elementos embrionários não são suficientes para representar uma base comum para a regulamentação/supervisão das principais estruturas de negociação financeira europeias. Os mercados regulamentados estão a tornar-se cada vez mais europeus em termos de base de investidores, participação e leque de instrumentos admitidos à negociação. As condições de mercado prevalentes num mercado regulamentado terão a partir de agora repercussões instantâneas e importantes para a negociação e para os participantes noutros mercados. Neste contexto, a ausência de uma orientação regulamentar comum corre o risco de constituir um entrave significativo à prossecução do objectivo de uma infra-estrutura de negociação integrada, eficiente e ordenada.

A proposta exige aos Estados-Membros que imponham determinadas obrigações específicas aos mercados regulamentados, que estes deverão cumprir sob a supervisão de uma autoridade competente designada para o efeito. A liberdade concedida aos mercados regulamentados para conceberem as suas normas de negociação e condições de acesso, bem como o papel que lhes é atribuído como primeira linha de defesa a nível da supervisão da negociação nos seus próprios sistemas, constitui um reconhecimento da proximidade relativamente à negociação e do próprio interesse destes últimos em manterem a qualidade das actividades exercidas ao abrigo dos seus sistemas.

A proposta de alteração da DSI procura, por conseguinte, estabelecer um conjunto comum de grandes princípios relativamente à autorização, regulamentação e supervisão dos mercados regulamentados, que permita:

- identificar a autoridade competente e a legislação aplicável (artigo 33.º): a proposta procura eliminar a incerteza no que diz respeito à autoridade competente relevante sob cuja jurisdição exclusiva se situa a actividade do mercado regulamentado. Tal impedirá que se verifiquem conflitos de jurisdição ou insegurança jurídica, que poderiam ter profundas consequências nocivas sobre o carácter definitivo das transacções efectuadas nesse mercado;
- introduzir requisitos relativos ao operador do mercado (artigo 34.º): esta disposição exige que as pessoas responsáveis pela direcção respeitem requisitos de idoneidade e competência, e que disponham dos recursos financeiros necessários para assegurar o funcionamento ordenado do mercado financeiro. Uma vez reconhecido que cumpre esta disposição, o operador do mercado poderá operar um MTF sem carecer de uma autorização adicional. A idoneidade e competência do operador de mercado, bem como os recursos de que dispõe, deverão também ser tidos em conta se um operador de um mercado regulamentado já estabelecido pretender estabelecer um mercado regulamentado noutra Estado-Membro;
- definir requisitos em matéria de organização para o mercado regulamentado por forma a assegurar o seu funcionamento equitativo, ordenado e transparente. As disposições relevantes a este propósito incluem o artigo 36.º (regras de negociação) e o artigo 39.º (acesso dos participantes ao mercado);
- estabelecer um conjunto completo de obrigações em matéria de transparência pré e pós-negociação que se apliquem às ordens/cotações publicadas no mercado, bem como informações pormenorizadas em ecrã sobre as transacções de acções concluídas;
 - transparência pré-negociação (artigo 41.º): os sistemas que funcionam em função das ordens deverão tornar pública uma parte dos seus cadernos de ordens. Nos mercados que actuam com base em cotações, os *market-makers* designados deverão publicar uma indicação dos preços de compra/venda para operações de uma determinada dimensão. O leque de ordens/cotações a divulgar será definido com base num procedimento de comitologia. Tendo em conta que exigir a informação em ecrã de ordens/cotações de grandes montantes ou de valores mobiliários de reduzida liquidez pode inibir os participantes no mercado de encaminharem certas operações para o mercado regulamentado, estas obrigações não se aplicam a essas transacções;
 - transparência pós-negocial (artigo 42.º): os mercados regulamentados terão de tornar público o preço, o volume e o momento em que são efectuadas todas as transacções em instrumentos de capital próprio concluídas no âmbito das normas e sistemas do mercado numa base comercial razoável. Será permitida a prestação diferida de informações pormenorizadas sobre as transacções relativamente às transacções de grande dimensão e sobre valores mobiliários de reduzida liquidez;
- admissão de instrumentos à negociação (artigo 37.º): esta disposição estabelece os grandes princípios ao abrigo dos quais um mercado regulamentado pode admitir instrumentos à negociação nos seus sistemas, permitindo simultaneamente que as medidas de execução pormenorizadas para aplicar estes princípios sejam desenvolvidas a nível da legislação de nível 2. Em síntese, o mercado regulamentado deverá implementar certos requisitos genéricos de admissão, que receberam uma aprovação pública prévia e que têm por objectivo assegurar a livre negociabilidade e a efectiva liquidação dos instrumentos. As condições mínimas que os instrumentos devem satisfazer para respeitar estes requisitos serão clarificadas em legislação do nível 2. Esta clarificação permitirá a diferenciação entre produtos admitidos à negociação em diferentes segmentos do mercado e não pretende impedir os mercados regulamentados de aplicarem requisitos de admissão mais rigorosos aos seus compartimentos. O artigo 37.º tem igualmente por objectivo criar um contexto jurídico em que os mercados regulamentados estejam aptos a admitir à negociação instrumentos que foram constituídos e emitidos noutra jurisdição e em que o mercado tomou medidas para verificar que o emitente cumpre as suas obrigações iniciais e posteriores de divulgação de informações;

- suspensão e retirada de um instrumento da negociação (artigo 38.º): este artigo prevê as circunstâncias e as condições nas quais a autoridade competente ou o mercado regulamentado podem suspender ou retirar um instrumento da negociação. Estabelece igualmente as disposições necessárias em caso de suspensão ou retirada da negociação num mercado fragmentado. Quando uma autoridade competente decide suspender ou proibir a negociação de um determinado instrumento, a sua decisão deverá ser imediatamente aplicável à totalidade das transacções efectuadas sob a sua jurisdição (em mercados regulamentados, em MTF ou no mercado de balcão/internamente). A autoridade competente terá também de informar desse facto as autoridades competentes dos demais Estados-Membros.

4. A exploração dos sistemas de negociação multilaterais (MTF), um novo serviço de base

A proposta prevê a introdução de um novo serviço de base na DSI que se relaciona com a operação de MTF. Essa introdução permitirá que as entidades que operam esses sistemas sejam autorizadas como empresa de investimento sujeita a um regime regulamentar adaptado. Existe um número considerável e crescente de sistemas deste tipo. A sua operação não corresponde exactamente aos actuais serviços previstos na DSI, o que conduziu a uma certa insegurança relativamente à base adequada para a autorização e supervisão destas entidades. O reconhecimento dos MTF como uma nova categoria de empresa de investimento tem por objectivo clarificar a natureza das suas actividades para efeitos do direito comunitário e permitir a aplicação de um conjunto comum de disciplinas regulamentares adaptadas para fazer face aos riscos (relacionados com o mercado). Assim sendo, os MTF poderão disponibilizar os seus sistemas e serviços a todos os utilizadores da UE com base na autorização do país de origem.

A definição proposta para os MTF baseia-se num estudo alargado e em duas rondas de consulta aberta do sector empreendidas pelo Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM). A definição proposta abrange os sistemas que dão apoio à divulgação multilateral das ordens firmes e das manifestações de interesse entre os utilizadores do sistema e a execução de ordens que resultam da interacção das posições de compra/venda expressas através do sistema. Inclui igualmente os sistemas de «leilão cruzado» em que as ordens dos utilizadores são executadas com base num preço de referência importado de fora do sistema. O aspecto comum destes sistemas é que apoiam decisões de negociação autónomas tomadas pelos utilizadores do sistema, sem qualquer intervenção do operador do sistema no sentido de facilitar a negociação ou de participar ele próprio (contra uma carteira de negociação própria) nas transacções com os utilizadores. Não existe qualquer papel activo ou discricionário do operador do sistema na pré-selecção, na recomendação ou qualquer outra forma de confrontar as intenções de negociação. O sistema apoia e facilita a interacção directa do utilizador com os utilizadores de outros sistemas. Esta forma de funcionamento significa que os MTF revestem muitas das características próprias das bolsas e dão origem a alguns dos mesmos problemas regulamentares suscitados pelos mercados regulamentados. Por este motivo, o tratamento regulamentar proposto na DSI revista centra-se na organização equitativa, ordenada e transparente da negociação através do sistema.

As obrigações propostas para os MTF são decalcadas dos princípios de mercado aplicáveis ao funcionamento do sistema de negociação dos mercados regulamentados. Estas obrigações são também muito influenciadas pelas normas recentemente publicadas pelo CARMEVM para os «sistemas de negociação alternativos». As principais disposições da proposta dizem respeito ao seguinte:

- requisitos em matéria de organização aplicáveis aos MTF (artigo 13.º): os MTF deverão aplicar critérios comerciais transparentes e objectivos para a admissão dos seus utilizadores. A base de utilizadores potenciais dos MTF inclui os participantes no mercado que estão dispostos a negociar por sua conta e risco e sem beneficiar da protecção de um intermediário. Além disso, este artigo estabelece certas obrigações para assegurar um tratamento equitativo e rápido das intenções de negociação expressas através do MTF;
- obrigações de transparência pré e pós-negociação relativamente às transacções de instrumentos de capital próprio concluídas nos MTF (artigos 27.º e 28.º): as obrigações de base são alinhadas pelo nível de transparência previsto para as intenções de negociação em instrumentos de capital próprio quando as operações sejam concluídas ou divulgadas em ecrã através de um mercado regulamentado. As possibilidades de diferir a prestação de informações sobre as transacções e a amplitude/profundidade da obrigação de prestação de informações pré-negociação serão semelhantes às exigidas aos mercados regulamentados. Os sistemas de leilão cruzado e os outros tipos de MTF que não envolvem uma divulgação prévia de preços firmes por parte da empresa podem ser excluídos do âmbito da obrigação de transparência pré-negociação;

- dispensa das obrigações que recaem sobre os intermediários para as transacções concluídas nos MTF (artigo 22.º): os utilizadores do MTF são participantes profissionais ou activos no mercado que negociam por sua própria conta e risco e podem assumir a responsabilidade pelas suas decisões de investimento. Não esperam que o operador do MTF lhes ofereça qualquer protecção enquanto intermediário. Consequentemente, as normas de conduta e outras protecções do investidor não são relevantes para este tipo de negociação efectuada através de um MTF. Sendo assim, a proposta prevê que os MTF sejam obrigados a limitar a participação a «contrapartes elegíveis» e não prevê que os MTF sejam obrigados a admitir livremente pessoas que não utilizam o sistema para efeitos de negociar em relação a uma oferta de compra ou venda que seja divulgada nos termos do artigo 27.º;
- direito de o MTF colocar ecrãs em outros Estados-Membros (artigo 29.º): em paralelo com a disposição que permite aos mercados regulamentados colocarem ecrãs de negociação ou operar outros mecanismos para permitir que membros localizados noutros Estados-Membros tenham acesso à distância à negociação no mercado regulamentado, propõe-se o reconhecimento de um direito semelhante para as empresas de investimento que operam MTF ao abrigo da livre prestação de serviços.

Para assegurar que esta nova categoria de empresas de investimento constitui provisões para os riscos relevantes que resultam da sua actividade, estas serão obrigadas a deter um capital inicial e um montante adicional de fundos próprios de acordo com a Directiva 93/6/CEE (DAFP). Os requisitos de capital deverão ter em conta a evolução relevante a nível regulamentar na UE e em outras instâncias internacionais, de modo especial no que diz respeito aos requisitos de capital correspondentes ao risco operacional.

Não se considerou conveniente estabelecer, na proposta, critérios obrigatórios para a admissão dos instrumentos negociados nos MTF. Estes constituem uma mera infra-estrutura de negociação em que os participantes podem decidir quais os instrumentos financeiros específicos a transaccionar. Todavia, quando é negociado regularmente nos sistemas de um MTF um instrumento que é igualmente transaccionado num mercado regulamentado, o MTF deverá empreender as diligências necessárias para verificar se o instrumento/emissor cumpre as disposições relevantes do direito comunitário (nomeadamente em matéria de divulgação de informações).

5. Transacções efectuadas pelas empresas de investimento

A proposta prevê uma modernização sistemática das obrigações que incumbem às empresas de investimento quando executam transacções fora das regras e sistemas de um mercado regulamentado ou MTF. Esta alteração foi introduzida por dois motivos distintos:

- dar resposta às preocupações específicas relacionadas com eventuais conflitos de interesse que possam surgir quando sociedades integradas (corretores — corretores financeiros) executam internamente ordens de clientes;
- dar uma resposta eficaz e proporcionada aos receios de que a execução fora da bolsa de ordens por parte dos corretores e corretores financeiros possa comprometer uma formação eficiente dos preços e, ao fazê-lo, enfraquecer potencialmente as políticas de «execução nas melhores condições».

Conflitos de interesses no âmbito de corretores — corretores financeiros (internalização)

O debate em torno da «internalização» veio dar maior relevo à questão recorrente dos conflitos de interesses que surgem quando as empresas de investimento acumulam as funções de corretor e de corretor financeiro. A execução de ordens de clientes contra as posições próprias da empresa levanta a questão de os investidores poderem ou não confiar que os seus interesses têm a primazia quando a empresa integrada actua em seu nome. Estes receios são agravados caso uma empresa de investimento implemente sistemas e procedimentos destinados a maximizar o número de ordens de clientes que são executadas contra posições próprias ou outras ordens de clientes.

A ponderação da necessidade de verificações adicionais sobre a execução de transacções por parte da empresa de investimento deve ter em conta o leque de obrigações que as empresas de investimento já devem cumprir em relação ao investidor, e que limitam a forma como uma empresa de investimento pode executar ordens de clientes. Os requisitos de «execução nas melhores condições», nomeadamente, significam que a empresa de investimento não tem uma liberdade ilimitada relativamente à forma como executa as ordens em nome de clientes. Todavia, a Comissão considera que as actuais regras em matéria de protecção dos investidores devem ser tornadas significativamente mais rigorosas para fazer face a eventuais conflitos de interesses a nível das empresas integradas em detrimento dos seus clientes. A proposta de DSI tem por objectivo implementar salvaguardas proporcionadas e efectivas numa base jurídica eficaz e sólida. Propõe-se nomeadamente o seguinte:

- introduzir uma nova disposição específica sobre os conflitos de interesses abrangendo, entre outros, os que surgem em empresas integradas (artigo 16.^o). Este artigo pretende garantir que a empresa de investimento está organizada de forma a que os interesses do cliente não sejam negativamente afectados por conflitos de interesses entre a actividade de corretagem e a negociação por conta própria da empresa. As empresas integradas serão obrigadas a identificar, prevenir ou gerir de outra forma os conflitos de interesses, por forma a não prejudicar os interesses dos clientes. Serão desenvolvidas em legislação de nível 2 medidas de execução juridicamente vinculativas que especifiquem os tipos de medidas administrativas e organizacionais que estas empresas integradas devem introduzir;
- reforçar as obrigações de «execução nas melhores condições» (artigo 19.^o): a empresa de investimento deverá estar em condições de comprovar que realizou todas as diligências possíveis para obter as melhores condições para o seu cliente. Esta obrigação limita as possibilidades de execução interna às situações em que se consegue obter condições idênticas ou melhores que as que se obteriam num mercado regulamentado ou no mercado em geral;
- estabelecer regras relativas ao tratamento das ordens dos clientes (artigo 20.^o): estas regras assegurarão que as ordens dos clientes são processadas rapidamente e de acordo com normas objectivas de precedência e prioridade. Pretende-se garantir que a empresa de investimento toma medidas activas para facilitar a execução da ordem do cliente e que os interesses deste não serão prejudicados pelo interesse próprio ou por negligência da empresa. Além disso, propõe-se que as ordens com limites de clientes, que a empresa não pode executar por si própria nas condições especificadas, sejam transaccionadas no mercado alargado.

Execução das transacções fora da bolsa e formação eficiente dos preços

As regras de transparência constituem a principal forma através da qual se propõe salvaguardar a eficiência da formação dos preços e sustentar o princípio da «execução nas melhores condições» num enquadramento de execução das transacções num leque de mercados e sistemas em toda a UE. As cotações oferecidas e as informações sobre operações realizadas fora da Bolsa por parte de empresas de investimento podem igualmente incorporar informações que sejam relevantes para a avaliação de instrumentos por parte de outros participantes no mercado. Por conseguinte, uma questão crítica prende-se com a medida e a forma como as obrigações de transparência deverão ser impostas relativamente à execução de transacções fora da bolsa pelas empresas de investimento. Parte-se do princípio de que as normas de transparência pré e pós-negociação deverão aplicar-se à execução de transacções fora da bolsa por empresas de investimento a menos que outros motivos — equilíbrio com a prestação de liquidez, custos de cumprimento — ultrapassem os eventuais benefícios. As secções seguintes enunciam as conclusões da Comissão sobre a oportunidade e/ou a forma como a DSI deverá impor obrigações em matéria de transparência às empresas de investimento.

a) Obrigações de transparência pós-negociação (artigo 26.^o)

Num contexto de concorrência global entre mercados e sistemas de negociação e de uma preponderância crescente da negociação paralela nos principais valores mobiliários, as obrigações em termos de transparência pós-negociação podem desempenhar um papel importante para reconstituir a liquidez e para interligar as diferentes vias de negociação. A rápida publicação de informações sobre os preços e volumes relativamente às transacções concluídas permitirá aos operadores profissionais que se dedicam a arbitragem deslocarem a liquidez em resposta às variações dos preços de compra e venda observados nas diferentes estruturas de negociação. Normas de transparência que rejam o volume de transacções fora da bolsa/MTF já considerável e em crescimento serão, por natureza, limitadas no seu âmbito e insuficientes quanto aos seus efeitos.

Propõe-se, por conseguinte, introduzir uma obrigação para todas as empresas de investimento que concluam transacções em acções (uma vez admitidas à negociação no mercado regulamentado) de divulgarem publicamente, tão próximo quanto possível do tempo real, o preço e o volume das transacções concluídas. É prevista a possibilidade de diferir a divulgação dessas informações relativamente às grandes transacções ou às transacções em activos de reduzida liquidez, para permitir às entidades que efectuam a transacção fechar posições de elevado montante antes de a existência da sua exposição ser dada a conhecer aos outros participantes no mercado. Ao permitir uma informação diferida relativamente às grandes transacções, a regra da transparência pós-negociação proposta evita que se exponham as posições de negociação próprias e limita eventuais conflitos com a prestação da liquidez.

As empresas de investimento dispõem de uma flexibilidade considerável quanto à forma como dão cumprimento a esta obrigação. Uma obrigação de base consiste na transmissão de informações sobre as transacções que concluíram fora da bolsa a qualquer mercado regulamentado de que sejam membros (e com o qual já tenham estabelecido fluxos de informação nos dois sentidos). Essas ligações, uma vez estabelecidas, podem permitir às empresas de investimento notificar as respectivas transacções a um custo mais baixo.

b) Obrigações de transparência pré-negociação

Ao preparar a proposta de revisão da DSI, os serviços da Comissão ponderaram cuidadosamente a imposição de obrigações de transparência pré-negociação às transacções efectuadas fora da bolsa pelas empresas de investimento. Esta análise foi motivada pela hipótese de base segundo a qual a maximização dos fluxos de informações à disposição dos participantes no mercado poderia favorecer o processo de formação dos preços. Na perspectiva da «execução nas melhores condições» ou de uma formação eficiente dos preços não basta conhecer as condições em que foi concluída a última operação. O facto de um determinado sistema de execução ter proporcionado as melhores condições no que se refere à última transacção não garante aos participantes no mercado e aos investidores que oferecerá também as melhores condições para a operação seguinte. Se se tomar como base de referência a «execução nas melhores condições» em termos absolutos, os participantes no mercado e os investidores poderão beneficiar da informação sobre todas as oportunidades de negociação existentes e não apenas disponíveis em relação aos mercados regulamentados ou MTF. As empresas de investimento, quando processam as ordens dos investidores ou divulgam cotações a outros participantes no mercado, podem dispor ou gerar informações susceptíveis de influenciar a avaliação de um determinado instrumento, realizada pelo conjunto do mercado.

Tendo em conta as diferenças fundamentais entre a negociação bilateral e a execução de ordens por empresas de investimento e bolsas de valores, as obrigações de transparência pré-negociação concebidas para os mercados regulamentados e para os MTF não podem ser directamente transpostas para os corretores financeiros e para as sociedades integradas. As intenções de negociação expressas através de um caderno de ordens são intencionalmente divulgadas aos outros participantes no mercado. Desta forma, é possível uma maior divulgação das intenções de negociação sem que surjam preocupações indevidas relacionadas com eventuais consequências para as posições próprias dos participantes no mercado. O mesmo não se poderá dizer em relação aos corretores financeiros, cuja capacidade para exercer a sua actividade depende em absoluto da sua possibilidade de propor cotações numa base selectiva ou discriminatória. Na perspectiva da contribuição para a liquidez, seria contraproducente obrigar as empresas de investimento a divulgar informações muito pormenorizadas sobre a sua carteira de negociação ao conjunto do mercado.

Tendo em conta o que precede, a Comissão propõe a aplicação das regras de transparência pré-negociação às empresas de investimento sob a forma de divulgação em ecrã das ordens com limites de um cliente (n.º 4 do artigo 20.º) e da divulgação de uma cotação para as ordens sobre acções de pequenos investidores (artigo 25.º).

O requisito de divulgação em ecrã das ordens com limites dos clientes obrigará a empresa de investimento a divulgar imediatamente ao público ordens dos clientes dentro desses limites que não esteja em condições ou não deseje executar ao preço especificado. As ordens com limites constituem um sinal especialmente importante em termos de preços, uma vez que especificam claramente o valor preciso que esse investidor atribui à operação. Em determinados mercados, as ordens com limites estão a tornar-se cada vez mais correntes ou são já preponderantes nas ordens dos investidores. Cerca de 62,9 % das ordens de pequenas transacções colocadas em Setembro de 2001 e que incidiam sobre menos de 5 000 acções do CAC 40 do Euronext de Paris assumiam a forma de ordens com limites. Esta proporção aumenta em paralelo com a dimensão da operação.

A regra de divulgação em ecrã das ordens de clientes com limites evitará que as empresas retenham informações relevantes para os preços dos outros participantes no mercado (que decorrem das ordens de clientes com limites não executadas). Esta regra possibilita a não divulgação de ordens com limites respeitantes a grandes operações ou sempre que tal seja solicitado pelo cliente. A regra não impedirá que a empresa de investimento realize a operação internamente, desde que tal seja feito de imediato, a fim de conferir aos clientes o benefício de uma execução mais rápida e simples, embora esteja sujeita ao consentimento prévio dado expressamente pelo cliente. Dada a crescente preponderância das ordens com limites e a sua importância como fonte de informações relevantes para a formação dos preços, a regra de divulgação em ecrã das ordens de clientes constitui igualmente uma importante salvaguarda para a eficiência do mercado global.

Além disso, a Comissão propõe a introdução de uma obrigação para as empresas de investimento que dispõem de uma carteira de negociação de divulgarem um preço de compra e de venda para um determinado volume de operação para as acções mais líquidas (uma regra de «divulgação de cotação»). Esta disposição reflecte a presunção de base de que deve ser maximizado o volume das informações sobre a negociação. O processo geral de formação dos preços e a aplicação eficaz do princípio da «execução nas melhores condições» serão reforçados se as (grandes) empresas de investimento e corretores forem obrigados a publicitar as condições em que estão dispostos a realizar transacções.

Uma regra deste tipo proporcionará aos restantes participantes no mercado algumas informações sobre as condições em que uma empresa de investimento está disposta a realizar transacções de um determinado montante na acção em questão. Esta regra irá alargar o volume de informações sobre as oportunidades de negociação correntes e permitirá que um maior número de possibilidades de execução possa ser considerado como uma «execução nas melhores condições». No caso de empresas integradas que processam internamente ordens de clientes, estas deverão divulgar algumas informações prévias sobre as condições em que poderão confrontar as «ordens de mercado» dos clientes (ordens para execução ao melhor preço disponível).

Tal como referido anteriormente, uma regra de divulgação de cotação deve evitar uma exposição excessiva das posições dos corretores financeiros, na medida em que estes sejam incapazes de negociar posições com lucro, perdendo assim o incentivo para actuarem como ponto de liquidez permanente no mercado. Todavia, um estudo teórico e dos dados empíricos dos Estados Unidos sugere que o receio de que a transparência pré-negociação dificulte a prestação de liquidez apenas parece confirmar-se para as transacções em grande escala ou em valores de reduzida liquidez. Uma regra de transparência pré-negociação devidamente calibrada não deve impedir injustificadamente os corretores financeiros e os *market-makers* de continuarem a apoiar a liquidez do mercado de forma rentável. As regras SOES (Small Order Execution System) utilizadas pela NASD (National Association of Securities Dealers) constituem um exemplo operacional da forma como podem conceber-se normas que estabeleçam determinados níveis de cotação a divulgar, e que têm em conta os diferentes níveis de liquidez dos valores envolvidos. Além disso, a experiência dos Estados Unidos sugere que a divulgação de cotações pode promover os volumes transaccionados e a liquidez geral do mercado para as cotações de compra e venda e volumes de operações divulgados em ecrã. À luz da experiência dos Estados Unidos, em que prevalece a regra da divulgação das cotações, propõe-se que a divulgação das cotações só seja obrigatória para as operações de pequeno montante em acções com elevada liquidez. Nestas condições, esta regra não constituiria um entrave significativo para a negociação por conta própria por parte dos bancos.

A introdução da regra de divulgação da cotação irá impor às empresas de investimento alguns custos de publicação. Em especial, terão de garantir que as cotações de compra e venda sejam visíveis e disponíveis para os participantes no mercado numa base contínua e em tempo real, de preferência através de sistemas que consolidem as cotações do maior número possível de empresas de investimento. Estes custos serão minimizados através de uma especificação adequada do âmbito da obrigação e dos métodos de divulgação. A regra proposta de divulgação de cotação permitirá igualmente que os pequenos operadores, que provavelmente não contribuirão de forma significativa para a liquidez e para o processo de formação dos preços das acções, sejam isentos da aplicação desta obrigação.

6. Conclusões relativas à regulamentação da execução das transacções

A proposta de directiva que revê a DSI pretende criar um enquadramento regulamentar no qual as obrigações sejam adaptadas ao perfil de risco específico dos diferentes participantes no mercado e que tenha em conta as interações concorrenciais e regulamentares entre as diferentes modalidades de negociação, de modo a manter a eficiência global do mercado. O quadro seguinte sintetiza os aspectos mais salientes deste regime regulamentar.

Síntese do enquadramento regulamentar para os diferentes métodos de execução das transacções

	Integridade do mercado	Processos de negociação	Conflito de interesses vs. ordens dos clientes	Execução nas melhores condições	Pós-negociação	Pré-negociação
Mercado regulamentado	Controlo do mercado	Aprovação prévia da autoridade de supervisão	Sem objecto	Sem objecto	Notificação completa de todas as transacções no mercado. Diferimento para as transacções de grande dimensão	Profundidade/amplitude a especificar — não para as grandes transacções em valores ilíquidos
MTF	Capacidade para detectar e notificar transacções atípicas	Aprovação prévia da autoridade de supervisão	Sem objecto	Sem objecto	Como para os mercados regulamentados	Como para os mercados regulamentados
Sociedade financeira de corretagem	Cumprir a Directiva relativa aos abusos de mercado	Sem objecto	Sem objecto	Sem objecto	O mesmo que para as transacções nos mercados regulamentados	Divulgação de cotações para grandes operadores
Corretor/Corretor financeiro	Cumprir a Directiva relativa aos abusos de mercado	Regras de tratamento para as ordens dos clientes	Disposições a nível da administração e da organização	Obrigação reforçada	O mesmo que para as transacções nos mercados regulamentados	Processamento de ordens de clientes e divulgação de cotações para grandes operadores
Corretores	Cumprir a Directiva relativa aos abusos de mercado	(Algumas) normas relativas ao tratamento das ordens de clientes	Sem objecto	Obrigação reforçada	O mesmo que para as transacções em mercados regulamentados	Sem objecto

SECÇÃO III — PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES E REGIME APLICÁVEL ÀS EMPRESAS DE INVESTIMENTO (TÍTULO II)

A directiva proposta harmonizará a autorização inicial e as condições de funcionamento aplicáveis às empresas de investimento estabelecidas na UE. As disposições relevantes integram um elevado nível de protecção dos investidores/clientes que confiam nas empresas de investimento para os aconselhar, para intervir no mercado em seu nome ou para gerir as suas carteiras de investimento pessoais. Os clientes dessas empresas deverão estar confiantes de que as empresas devidamente autorizadas, independentemente do local em que tenham sido autorizadas na UE, actuarão com diligência e em função do seu interesse. Na medida em que estas condições estão estabelecidas, as empresas de investimento devidamente autorizadas deverão estar aptas a prestar serviços aos clientes situados em outros Estados-Membros com base na autorização do seu país de origem e na supervisão regular da autoridade competente do seu país.

As disposições da actual DSI não são suficientes para prosseguir este duplo objectivo:

- as regras de protecção do investidor contidas na actual DSI estão desactualizadas. Não prevêm uma defesa suficiente contra os múltiplos conflitos de interesses que surgem quando as empresas de investimento efectuam um leque mais vasto de actividades relacionadas com os clientes ou por conta própria debaixo de um mesmo tecto. Não criam obrigações efectivas para as empresas de investimento no sentido de utilizarem o maior leque de possibilidades de execução de ordens em benefício dos seus clientes. A proposta actual prevê uma revisão sistemática das disposições que dizem respeito à autorização e à supervisão regular das empresas de investimento por forma a colmatar estas limitações;
- a actual directiva não estabelece a base para obrigações de protecção dos investidores harmonizadas necessárias para o reconhecimento mútuo da autorização e dos requisitos de funcionamento. Uma combinação de princípios globais excessivamente genéricos, sem o apoio de orientações funcionais e comprometido por uma disposição vasta que prevê derrogações por motivos de «interesse geral», limitou a capacidade de as empresas de investimento exercerem as liberdades que lhe são concedidas no Tratado com base na supervisão do país de origem. Ao reformular a DSI, propõe-se consagrar um elevado nível de protecção dos investidores e, nessa base, clarificar que as empresas de investimento que prestam serviços livremente noutros Estados-Membros deverão estar unicamente sujeitas ao controlo da autoridade de supervisão do seu país de origem.

Para suprir estas deficiências, a proposta prevê uma profunda modernização e reforço das obrigações que as empresas de investimento devem respeitar ao prestar serviços a clientes ou ao actuar no mercado, bem como os direitos concedidos a estas empresas por força de uma autorização no âmbito da DSI. As disposições relevantes incluem o seguinte:

- condições para a autorização inicial, incluindo requisitos em matéria de organização (artigos 4.º-14.º);
- condições gerais de funcionamento, incluindo a identificação e a gestão dos conflitos de interesses (artigos 15.º-17.º);
- obrigações das empresas de investimento quando prestam serviços a clientes, incluindo normas de conduta, obrigações de execução nas melhores condições e regras respeitantes ao tratamento das ordens dos clientes (artigos 18.º-22.º);
- requisitos no sentido de promover a eficiência e a integridade do mercado, incluindo as obrigações de transparência (artigos 23.º-28.º);
- disposições que regem os direitos das empresas de investimento (artigos 29.º-32.º).

Os ajustamentos mais importantes ao conteúdo das disposições principais em matéria de protecção do investidor são apresentados na presente secção. A obrigação de as empresas de investimento respeitarem certas obrigações de transparência no que diz respeito às transacções realizadas fora da bolsa foi amplamente debatida na secção anterior e não será aqui retomada.

1. Adequação dos fundos próprios (artigos 11.º e 17.º)

Tal como no âmbito da actual directiva, o cumprimento dos requisitos em matéria de capital inicial e permanente, tal como previstos na Directiva 93/6/CEE, constitui um pré-requisito para a autorização e funcionamento de uma empresa de investimento.

A proposta de revisão da DSI prevê a alteração da Directiva relativa à adequação dos fundos próprios, no sentido de clarificar que as empresas de investimento que apenas prestam serviços de consultoria sejam isentas das obrigações previstas na Directiva relativa à adequação dos fundos próprios. Esta clarificação é feita através do artigo 62.º que propõe que se adite um quarto travessão ao n.º 2 do artigo 2.º da Directiva 93/6/CEE, clarificando que as empresas de investimento que são autorizadas apenas a prestar serviços de consultoria não devem ser consideradas empresas de investimento para efeitos da DAFP. Este tratamento especial reservado aos consultores em investimento para efeitos da Directiva relativa à adequação dos fundos próprios acresce à actual isenção concedida às empresas de investimento que recebem e transmitem ordens dos clientes sem deter fundos ou activos em seu nome.

Um tratamento diferenciado relativamente aos requisitos de capital pode justificar-se pelo facto de estas entidades não representarem uma fonte de risco de contraparte ou de risco sistémico para os outros participantes no mercado e pelo facto de os clientes não estarem expostos ao risco de perda directa de fundos e activos quando estabelecem relações com consultores. O principal risco regulamentar associado a esta actividade é um risco jurídico/operacional que poderá surgir do incumprimento das obrigações de «diligência», ao fornecer conselhos de investimento a clientes individuais. A proposta prevê a introdução de uma obrigação de dispor de um seguro profissional para cobrir estes riscos e permitir à empresa cobrir eventuais prejuízos decorrentes da indemnização de clientes devido a uma execução inadequada destas actividades. Esta obrigação, bem como o montante do capital coberto pelo seguro profissional, baseiam-se nas disposições correspondentes contidas na Directiva relativa à mediação de seguros.

No contexto da actual revisão dos requisitos em matéria de fundos próprios, a Comissão está a desenvolver propostas que alterarão o actual regime. Neste contexto, a Comissão terá plenamente em conta a situação das empresas de investimento de baixo risco, incluindo os consultores em investimento.

2. Conflitos de interesses (artigo 16.º)

Tornou-se imperativo introduzir na DSI uma disposição específica para reger o leque crescente de circunstâncias em que os diferentes interesses da empresa de investimento, dos seus dirigentes e empregados, podem entrar em conflito com os interesses dos seus clientes. O leque crescente de actividades que muitas empresas de investimento e bancos exercem sob um mesmo tecto tem aumentado as possibilidades de conflitos de interesses entre estas diferentes actividades e os interesses dos clientes. Este facto vem aliar-se a uma maior frequência dos incentivos e às preocupações generalizadas em relação aos conflitos entre clientes. O tratamento disperso dos conflitos de interesses no âmbito da actual DSI não permite dar uma resposta coerente e eficaz a estas questões, que são cruciais para a defesa dos clientes.

A introdução de uma disposição específica, que permite a elaboração de medidas de execução pormenorizadas através de um procedimento de comitologia, permitirá às autoridades de regulamentação reagirem de forma concertada e adaptada aos tipos de conflitos de interesses que exigem uma atenção particular. Permitirá, por exemplo, intervenções específicas relativamente a conflitos de interesses resultantes da acumulação de actividades de análise/investigação financeira e corretagem ou de tomada firme/colocação ou a execução de ordens de clientes por parte de corretores-sociedades financeiras de corretagem.

A revisão proposta estabelece a obrigação de as empresas de investimento identificarem, em primeiro lugar, os conflitos de interesses que surgem nas suas actividades e que sejam susceptíveis de prejudicar os interesses dos respectivos clientes. As empresas de investimento devem então:

- evitar que estes conflitos de interesses prejudiquem os interesses dos clientes; ou
- estabelecer medidas de organização e administrativas que lhes permitam gerir estes conflitos de interesses, por forma a que os interesses dos clientes não sejam prejudicados.

A disposição em causa não estabelece a natureza das medidas de organização ou administrativas que serão consideradas adequadas para gerir as diferentes formas de conflitos de interesses ou, se for caso disso, sob que forma os conflitos de interesses devem ser divulgados. Esta disposição prevê que sejam adoptadas medidas de execução pormenorizadas através de legislação de nível 2 para fornecer orientações sobre estes aspectos.

Nos casos em que a empresa de investimento procurou gerir os conflitos de interesses através da instituição de medidas organizativas, mas não está certa, com um grau de confiança razoável, de que estes conflitos de interesses deixaram de prejudicar potencialmente os interesses dos clientes, deverá informar o cliente sobre estes conflitos de interesses residuais. Essa divulgação pode, se adequado e necessário, ser de carácter genérico.

3. Normas de conduta na prestação de serviços aos clientes (artigo 18.º)

As normas de conduta constituem um dos principais pilares da protecção dos investidores. A implementação da presente disposição tem sido comprometida por uma falta de clareza relativamente à interpretação dos principais conceitos operacionais (investidor profissional/pequeno investidor), por uma certa ambiguidade relativamente ao papel das autoridades de origem e de acolhimento na aplicação destas obrigações, por uma sobreposição com as questões respeitantes à integridade do mercado e pela inclusão de critérios de aplicação inviável (exame «à transparência»). Esta disposição foi extensamente reformulada para actualizar os princípios rudimentares e ambíguos estabelecidos na actual directiva relativamente às normas de conduta. Esta reformulação dos princípios de base tem plenamente em conta os padrões de protecção dos investidores recentemente adoptados pelo CARMEVM.

Um objectivo fundamental desta revisão foi fornecer uma orientação clara e juridicamente vinculativa para a implementação dos princípios gerais. Para o efeito, a disposição prevê a adopção de normas de conduta comuns através de um procedimento de comitologia. Prevê-se que estas normas circunstanciadas estabeleçam, para efeitos da sua aplicação, uma distinção entre os diferentes serviços de investimento e entre clientes profissionais e pequenos investidores, que exigem diferentes formas e intensidades de protecção institucional. O anexo 2 da proposta estabelece critérios e procedimentos destinados a determinar se um cliente pode ser qualificado de «cliente profissional» para efeitos da aplicação das normas de conduta simplificadas relevantes. Este mecanismo de classificação baseia-se nos trabalhos desenvolvidos pelo CARMEVM em consulta com os operadores do mercado. Serão aplicadas regras de execução diferenciadas aos serviços de investimento ou auxiliares e/ou às diferentes formas de prestação de serviços (por exemplo, gestão de carteiras e corretagem de «mera execução») ou instrumentos.

No caso das operações das sucursais, propõe-se que a autoridade de acolhimento assuma a responsabilidade pelo controlo da execução das normas de conduta. A autoridade de acolhimento está mais próxima da sucursal e melhor colocada para detectar e intervir em caso de infracções às obrigações entre a empresa e o cliente relativamente às transacções. A gestão da actividade empresa-cliente a nível da sucursal significa que as empresas de investimento não vêem qualquer dificuldade em cooperar com as autoridades de acolhimento neste domínio.

4. Execução nas melhores condições (artigo 19.º)

Uma obrigação de «execução nas melhores condições» efectiva para as empresas de investimento pode contribuir para garantir que a fragmentação das transacções por diferentes formas de execução funciona em benefício dos clientes e não em seu detrimento. Uma política activa de «execução nas melhores condições» assegurará que as empresas de investimento avaliam as condições de negociação num leque de sistemas de negociação diferentes e utilizam técnicas «inteligentes» de encaminhamento das ordens para procurar obter os melhores preços para os seus clientes. Tal permitirá que a concorrência entre corretores traga melhorias para a qualidade da execução, em benefício do investidor, o que deverá ter como resultado melhores serviços de corretagem do ponto de vista do cliente, relativamente à prática actual, em que as empresas apenas são obrigadas a igualar o preço prevalecente no mercado regulamentado local.

As regras de «execução nas melhores condições» são também importantes na perspectiva da eficiência do mercado global. O funcionamento de um mercado financeiro integrado exige que as ordens de compra e venda de instrumentos financeiros interajam efectiva, livre e instantaneamente entre si numa base transfronteiras. Exigir às empresas de investimento que ponderem as condições negociais num leque razoável de estruturas de execução e que encaminhem as ordens para os sistemas que oferecem os melhores preços assegurará uma reacção rápida da liquidez face aos diferenciais de preços. Deste modo, uma política efectiva de «execução nas melhores condições» contribui para garantir que a liquidez converge para os sistemas de execução de transacções mais eficientes e concorrenciais e salvaguardar a eficiência do mercado global.

Tendo em conta estas importantes considerações, um aspecto essencial da revisão da DSI consiste em estabelecer uma disposição específica em matéria de obrigações de «execução nas melhores condições» dos corretores/corretores financeiros. O primeiro elemento desta disposição estabelece uma obrigação para todas as empresas de investimento que actuam por conta de clientes, no sentido de assegurar com diligência para garantir que a ordem seja executada nas condições mais favoráveis para o cliente. Estabelece um padrão de referência geral, relativamente ao qual a execução das ordens de clientes pode ser avaliada, num contexto em que as transacções no instrumento em questão são potencialmente concluídas em diferentes mercados. Este padrão de referência salienta, em primeiro lugar, o melhor preço líquido para o cliente. No entanto, entram em linha de conta outros factores susceptíveis de influenciar o melhor tratamento dessa ordem, como por exemplo o momento e a dimensão da ordem. Estes factores podem ser especialmente relevantes para os clientes profissionais com grandes ordens, que podem exigir um tratamento mais sofisticado.

Não se exige à autoridade competente que verifique se a empresa de investimento obtém o melhor preço relativamente às transacções que efectua em nome dos seus clientes: ao invés, a autoridade competente deverá verificar se a empresa de investimento implementa procedimentos que maximizam a probabilidade de os seus clientes obterem uma «execução nas melhores condições», tendo em conta as melhores condições disponíveis nos diferentes pontos de execução que constituem o mercado. Uma disposição adequada deverá sobretudo indicar as condições em que se pode considerar que uma empresa de investimento empreendeu as diligências razoáveis para obter a execução nas melhores condições em nome do seu cliente — nomeadamente assegurando que tem acesso a um leque suficiente dos sistemas que permitem normalmente uma «execução nas melhores condições».

Um terceiro elemento desta disposição consiste na exigência de que a empresa de investimento reveja regularmente os seus procedimentos, por forma a obter a «execução nas melhores condições» em nome dos seus clientes. Assim, deverá avaliar e actualizar continuamente os procedimentos que utiliza para executar as ordens dos clientes, por forma a garantir que esses procedimentos conduzem aos melhores resultados possíveis para as ordens dos clientes.

Os elementos fundamentais da obrigação de «execução nas melhores condições» são inspirados nas regras de conduta do CARMEVM. Esta disposição prevê a adopção de medidas circunstanciadas, através de um procedimento de comitologia, com o objectivo de clarificar a forma como os elementos críticos deste novo requisito devem ser interpretados e executados.

5. Normas respeitantes ao tratamento das ordens dos clientes (artigo 20.º)

As regras respeitantes à forma como são processadas e executadas as ordens dos clientes podem reforçar a confiança na imparcialidade e na qualidade dos serviços de execução. A proposta exige, por conseguinte, que as empresas de investimento instituíam mecanismos que permitam um processamento equitativo e rápido das ordens dos clientes. Os conceitos de equidade e rapidez, para efeitos deste artigo, devem entender-se não por referência à qualidade da execução de uma determinada ordem de cliente relativamente às condições prevalentes no mercado global («execução nas melhores condições»), mas por referência ao processamento das ordens de outros clientes ou às transacções próprias da empresa de investimento.

Este artigo reconhece que o investidor deve estar plenamente consciente dos diferentes canais através dos quais a sua ordem poderá ser executada. As informações previamente fornecidas ao investidor deverão permitir-lhe apreciar com conhecimento de causa os potenciais riscos e benefícios associados a cada um dos diferentes canais disponíveis. Por defeito, a directiva estabelece que, quando o investidor não manifesta qualquer preferência, as suas ordens serão encaminhadas para os canais, por exemplo mercados regulamentados ou MTF, que não suscitam problemas potenciais em matéria de protecção dos interesses do investidor (nomeadamente conflitos de interesses). Para o efeito, o cliente deverá dar o seu consentimento expresso antes de as suas ordens serem executadas fora de um mercado regulamentado ou de um MTF (ou seja, através de uma operação no mercado de balcão ou contra posições próprias/internalização). A empresa de investimento terá o direito de decidir se este consentimento prévio revestirá uma forma geral (no início da relação com o cliente) ou deverá ser obtido para cada transacção. Este consentimento, quando obtido de forma geral, terá de ser renovado anualmente.

Em caso de ordens com limites, em que o cliente especifica as condições que impedem a pronta execução da ordem, a empresa deverá tomar medidas para facilitar essa pronta execução — quer através do seu encaminhamento para o mercado regulamentado ou MTF, quer divulgando de qualquer forma essa ordem no mercado, para dar aos outros participantes no mercado a oportunidade de efectuarem a transacção nas condições especificadas.

6. Negociação com contrapartes elegíveis (artigo 22.º)

As transacções no mercado de balcão entre instituições financeiras e entidades de negociação especializadas, como por exemplo as que transaccionam mercadorias, são de um modo geral efectuadas entre partes que transaccionam por conta própria. Estas transacções não envolvem a aplicação das protecções de tipo institucional ou normas de conduta. Todavia, a actual directiva não esclarece as eventuais obrigações perante as contrapartes no caso de uma transacção que não implica a prestação de um «serviço a um cliente». Propõe-se, por conseguinte, prever expressamente na DSI um tratamento deste tipo de relação negocial entre contrapartes.

O artigo clarifica que, no caso de uma transacção que envolva uma empresa de investimento e uma «contraparte elegível», as obrigações perante um cliente ao abrigo das «normas de conduta» não são aplicáveis. Cria-se assim um porto de abrigo para as empresas de investimento autorizadas a efectuar transacções com uma população de «contrapartes elegíveis», sem desencadear a aplicação de certas obrigações de intermediação. As empresas de investimento deverão simplesmente confirmar junto da contraparte, numa fase anterior ou durante a transacção (mas não depois), que esta última aceita efectuar a transacção sem beneficiar das protecções das regras de intermediação relativamente a uma ou mais transacções. O âmbito da categoria de «contraparte elegível» inspira-se fortemente na definição correspondente adoptada pelo CARMEVM para efeitos do regime de contraparte. Para efeitos da DSI, a noção de «contraparte elegível» inclui as seguintes entidades:

- instituições de crédito, empresas de investimento e seguradoras autorizadas;
- os Estados-Membros têm a possibilidade de autorizar categorias adicionais de entidades domiciliadas no seu território como contrapartes elegíveis.

O facto de uma entidade ser incluída na categoria de «contrapartes elegíveis» não prejudica o seu direito de solicitar à empresa de investimento que a trate como «cliente», beneficiando por conseguinte das protecções decorrentes das normas de conduta.

7. Conclusões relativas ao regime aplicável às empresas de investimento

As alterações propostas ao regime das empresas de investimento permitirão:

- reforçar as principais protecções do investidor previstas numa forma embrionária na actual directiva;

- a possibilidade de serem desenvolvidas e aplicadas relativamente a uma multiplicidade em permanente evolução de serviços de investimento;
- assegurar que as empresas de investimento conduzem as suas actividades de modo a promover a integridade e eficiência do mercado no seu conjunto;
- prever uma interpretação e uma aplicação uniforme destes requisitos em toda a UE.

Estas alterações ao regime das empresas de investimento no âmbito da DSI lançam, por conseguinte, os alicerces de um regime para as empresas de investimento moderno, capaz de dar resposta aos principais desafios em matéria de protecção de investidores e de eficiência do mercado, que deverão caracterizar num mercado financeiro integrado e em constante evolução.

SECÇÃO IV — ÂMBITO DE APLICAÇÃO DA DIRECTIVA

Propõe-se alargar o âmbito de aplicação da directiva, por forma a integrar certas actividades perante o investidor ou actividades de negociação de carácter financeiro, que são largamente oferecidas aos investidores, clientes ou participantes no mercado financeiro, e/ou dão origem a riscos para o investidor ou para o mercado, susceptíveis de serem abarcados pelos grandes princípios da DSI. As alterações de destaque (para além da inclusão da operação de MTF, que é amplamente debatida na secção 2) dizem respeito à inclusão dos serviços de consultoria de investimento e de análise financeira e dos instrumentos derivados sobre mercadorias.

1. Consultoria de investimento (anexo I, secção A)

Propõe-se que se reconheça a consultoria de investimento como uma actividade financeira de direito próprio e de importância crescente. A sua inclusão como serviço principal no âmbito da DSI deverá contribuir para prever um enquadramento regulamentar que dê resposta aos riscos para o investidor específicos desta actividade, de forma proporcionada e flexível. As principais implicações da sua inclusão na DSI serão as seguintes:

- os consultores de investimento passam a estar sujeitos à autorização inicial e às obrigações permanentes estabelecidas na DSI. São necessários requisitos proporcionados e adequados a nível da supervisão para fazer face ao risco incorrido pelos investidores de um aconselhamento inadequado ou de uma conduta que não responda a critérios profissionais ou éticos por parte dos consultores. A inclusão na DSI deverá, nomeadamente, oferecer protecções básicas de tipo «normas de conduta» aos investidores na suas relações com os consultores autorizados ou situados noutro Estado-Membro (através de tecnologias de comunicação à distância);
- as entidades (incluindo pessoas singulares) que fornecem serviços de consultoria de investimento, como actividade principal/exclusiva, terão de dispor de uma autorização como «empresa de investimento» na acepção da DSI, em lugar de estarem sujeitas a regimes nacionais especializados, como acontece actualmente;
- as empresas que prestam serviços de consultoria de investimento de forma «autónoma» poderão exercer as suas actividades, numa base transfronteiras/à distância, com clientes situados em toda a UE, sob o controlo exclusivo da autoridade do seu país de origem. Actualmente, os benefícios de um passaporte DSI para consultoria são reservados aos bancos e empresas de investimento que prestam os actuais serviços principais. Todavia, a maior parte dos consultores de investimento desenvolve a sua actividade em mercados limitados em termos geográficos e não têm grande interesse num passaporte DSI.

A proposta pretende instaurar uma situação na qual a inclusão neste enquadramento regulamentar não imponha requisitos injustificados ou demasiado onerosos aos consultores de investimento. Para o efeito, a proposta prevê um tratamento em termos de adequação dos fundos próprios adaptado às empresas que apenas prestam serviços de consultoria de investimento (ver secção 3.1).

Tendo em conta o elevado número de consultores de investimento — 4 000 no Reino Unido, 7 000 em Itália e um número ainda superior na Alemanha — e o facto de actualmente a dimensão transfronteiras desta actividade ser limitada, a inclusão deste serviço foi posta em causa com o argumento de que implicaria um investimento significativo na autorização e supervisão, contra um benefício limitado em termos de funcionamento do mercado financeiro único. Reconhecendo estes argumentos, propõe-se permitir as autoridades competentes a delegarem as funções de autorização e controlo destas entidades em organismos de auto-regulamentação devidamente constituídos e dotados dos recursos necessários.

A revisão da DSI permitirá às empresas de investimento multifuncionais acumularem o serviço de consultoria de investimento com outros serviços. Neste caso, a DSI revista impõe uma gestão e uma divulgação rigorosas dos conflitos de interesses por parte dessas entidades, para assegurar que os interesses do investidor têm a primazia quando lhes é fornecido aconselhamento.

2. Análise financeira (anexo I, secção B)

A prestação a clientes ou ao público em geral de aconselhamento geral de investimento relativamente a instrumentos financeiros, através de uma análise financeira, investigação ou outras formas, deve ser efectuada de acordo com elevados padrões profissionais e éticos, para evitar que os interesses dos destinatários destas informações sejam prejudicados. A inclusão da análise e investigação financeira no elenco dos serviços auxiliares da DSI evitará a inclusão da investigação especializada e independente no âmbito da directiva e centrará a atenção das autoridades regulamentares nas entidades que conjugam a investigação/análise com outras actividades de investimento, de uma forma susceptível de suscitar conflitos de interesses.

3. Instrumentos derivados sobre mercadorias (anexo I, secção C)

Propõe-se incluir os instrumentos derivados sobre mercadorias no âmbito da nova directiva, por forma a incluir as transacções e a intermediação organizadas desses instrumentos no seu âmbito de aplicação. A exclusão dos instrumentos derivados sobre mercadorias da definição contida na actual DSI para os instrumentos financeiros implica o seguinte:

- as empresas de investimento não podem beneficiar do passaporte DSI para a prestação transfronteiras de serviços financeiros relativos a instrumentos derivados sobre mercadorias — apesar de a DAFP lhes exigir que detenham reservas de capital para fazer face a quaisquer exposições da sua carteira de negociação em instrumentos derivados sobre mercadorias;
- os agentes especializados na negociação de mercadorias não são abrangidos pelos direitos ou obrigações decorrentes da DSI;
- as bolsas e outras infra-estruturas de negociação que permitem, entre outras, a transacção organizada de instrumentos derivados sobre mercadorias não podem basear-se no disposto na DSI para a admissão de membros à distância ou para a instalação de ecrãs de negociação.

Após ter considerado os diferentes aspectos desta questão complexa, a Comissão propõe que os instrumentos derivados sobre mercadorias sejam incluídos no âmbito da DSI. A ausência de um enquadramento de mercado único para esta actividade é anacrónica, nomeadamente se se considerarem os passos dados para liberalizar os mercados da energia e de mercadorias subjacentes. Será assim possível estabelecer normas comuns a nível da UE que impeçam os abusos de mercado e garantam o funcionamento ordenado desses mercados.

A extensão da DSI à actividade em instrumentos derivados sobre mercadorias deve ter em conta determinados aspectos específicos da negociação destes instrumentos, bem como a natureza predominantemente «grossista/profissional» dos participantes neste mercado. Em especial, a proposta reconhece a presença generalizada de operadores experientes que actuam no mercado por motivos comerciais/de cobertura de riscos ou que actuam exclusivamente em nome das suas empresas-mãe ou associadas. Estes operadores não actuam como *market-makers* nem como operadores por conta própria e, por conseguinte, não deverão ser obrigados a deter uma autorização no âmbito da DSI para negociarem por conta própria. Os n.ºs 2 e 8 do artigo 2.º esclarecem que essas entidades não são empresas de investimento. Dada a sua experiência na negociação destes instrumentos, os Estados-Membros podem considerar uma parte ou a totalidade destes operadores como «contrapartes elegíveis» que podem negociar no mercado sem necessidade das protecções associadas às «normas de conduta».

Os operadores especializados na negociação de instrumentos derivados sobre mercadorias têm exercido as suas actividades nos mercados nacionais, sem estarem sujeitos a requisitos harmonizados de adequação de capital e sem ocasionarem problemas prudenciais ou sistémicos. No entanto, não é de excluir que essas entidades estejam sujeitas e se tornem elas próprias uma fonte de risco de contraparte relativamente aos outros participantes no mercado. Contudo, nesta fase, não existe consenso sobre as medidas prudenciais que deveriam ser impostas às entidades que exercem, a título principal, a actividade de negociação de instrumentos derivados sobre mercadorias. A proposta prevê, por conseguinte, que estes operadores especializados não sejam considerados empresas de investimento para efeitos da DSI. Ao determinar se a actividade principal da empresa consiste na negociação de instrumentos derivados sobre mercadorias, as actividades da empresa deverão ser consideradas a nível de grupo/consolidado. Uma vez que os operadores reconhecem as vantagens de um passaporte quando efectuam operações noutros Estados-Membros e que as autoridades de regulamentação financeira consideram útil a possibilidade de controlar a actividade de arbitragem realizada pelas entidades cuja única função consiste em gerir uma carteira de negociação, embora numa categoria específica de instrumentos financeiros, propõe-se que esta isenção seja reapreciada dois anos após a entrada em vigor da directiva. Essa revisão terá em conta a eventual necessidade de adaptar o enquadramento prudencial, por forma a ter em conta as características específicas desta actividade.

A definição de instrumentos derivados sobre mercadorias a utilizar para efeitos da presente directiva foi cuidadosamente ponderada, por forma a limitar o seu alcance aos instrumentos que são constituídos e negociados de tal forma que dêem origem a problemas regulamentares comparáveis aos suscitados pelos instrumentos financeiros tradicionais. A definição de instrumentos derivados sobre mercadorias utilizada para este efeito inclui certos contratos a prazo negociados nos mercados regulamentados (ou MTF) que são fisicamente liquidados quando esses contratos revestem as características de instrumentos financeiros. A este propósito, há que ter em conta se, *inter alia*, são compensados e liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas, dão origem a exigências diárias de margem, são cotados por referência a preços regularmente publicados, lotes normalizados, datas de entrega ou condições normalizadas, por oposição a uma especificação para cada contrato individual. A definição inclui igualmente outros contratos sobre diferenças, como por exemplo os *swaps*, que são apenas liquidados em dinheiro e em que os montantes a liquidar são calculados por referência aos valores de um leque completo de preços, taxas, índices e outros indicadores subjacentes. A definição não inclui contratos a pronto ou a prazo sobre divisas ou mercadorias, que prevejam uma entrega física.

SECÇÃO V — OUTROS ASPECTOS ESSENCIAIS DA PROPOSTA

1. Compensação e liquidação

A proposta não pretende estabelecer um enquadramento harmonizado para a autorização, supervisão contínua e reconhecimento mútuo das entidades que se dedicam a actividades de compensação e liquidação. A Comissão reconhece a necessidade de existirem ligações sólidas e eficientes entre os prestadores concorrenciais de serviços pós-negociação, para assegurar que as transacções transfronteiras possam ser efectuada em condições comparáveis às transacções meramente internas. A compensação e liquidação eficiente das transacções em valores mobiliários é também crucial para o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários, para o exercício harmonioso das operações de política monetária e para a estabilidade do sistema financeiro no seu conjunto. A Comissão reconhece igualmente que o esbater da distinção entre a «custódia» — um serviço auxiliar no âmbito da DSI — e os serviços de depositários centrais de títulos (CSD) têm suscitado receios de arbitragem regulamentar entre entidades autorizadas sob os dois regimes. Todavia, é precisamente em virtude da sua importância sistémica e da complexidade das questões técnicas e de interesse público envolvidas, que estas questões exigem uma resposta ponderada, não considerando a Comissão que estes diferentes tipos de funções de mercado devam ser abordados na DSI.

O mero aditamento das funções de compensação e liquidação à lista de serviços previstos na DSI, sem harmonizar as práticas de gestão de risco a implementar ou sem criar um enquadramento de supervisão eficaz, não apenas será inadequado para promover um enquadramento eficaz de mercado único para a organização destas actividades, como seria mesmo contraproducente na perspectiva de uma supervisão prudencial sã destas entidades. A simples categorização destas actividades como serviços do âmbito da DSI não constitui uma panaceia. Há que efectuar primeiro uma análise aprofundada do enquadramento regulamentar necessário para promover uma infra-estrutura pós-negociação sã e integrada. Poderão assim ser identificadas e implementadas as acções necessárias para criar um enquadramento jurídico, administrativo, técnico e fiscal no qual a compensação e liquidação possam ser reorganizadas. Foram recentemente lançados debates sobre o conteúdo deste programa de acção a nível europeu.

Tendo em conta o que antecede, a proposta de revisão da DSI limita-se, no que diz respeito à compensação e liquidação, a clarificar os direitos da empresa de investimento e dos mercados regulamentados no que diz respeito ao acesso e à escolha dos mecanismos de compensação e liquidação localizados noutros Estados-Membros (artigo 32.º). Estes direitos não são absolutos: os reais receios prudenciais por parte da autoridade de supervisão, bem como os interesses comerciais dos prestadores de serviços de compensação e liquidação, podem prevalecer sobre os pedidos de acesso das empresas de investimento ou operadores do mercado.

2. Autoridades competentes e cooperação a nível da supervisão (título IV)

A proposta reformula amplamente as actuais disposições respeitantes às autoridades competentes e à cooperação em matéria de supervisão. Podem identificar-se três grandes linhas de força:

- clarificar a atribuição da responsabilidade pelo controlo da aplicação do disposto na directiva (artigo 45.º). Uma vez que a DSI é uma directiva abrangente, pode exigir o envolvimento de diversas autoridades competentes para garantir a aplicação das suas disposições de amplo alcance — de modo especial nos Estados-Membros que não agruparam as responsabilidades pela supervisão financeira numa mesma entidade. A revisão da DSI não prejudica a configuração de estruturas de supervisão nos Estados-Membros, exigindo-lhes que identifiquem claramente a autoridade competente responsável pelo controlo da aplicação de cada disposição individual, por forma a permitir que esta informação seja transmitida aos outros Estados-Membros. Este capítulo prevê também as condições nas quais as autoridades competentes podem delegar as suas responsabilidades noutras entidades, incluindo organismos de auto-regulamentação. Nos casos em que é permitida essa delegação para certas disposições específicas da proposta (por exemplo, as disposições respeitantes aos consultores de investimento, aos agentes ligados e aos mercados regulamentados), essa delegação deve respeitar as condições especificadas no n.º 2 do artigo 46.º;
- promover uma certa convergência dos poderes atribuídos às autoridades competentes, por forma a preparar o caminho para uma intensidade equivalente de controlo da aplicação em todo o mercado financeiro integrado. A lista de poderes (artigo 46.º) e as sanções administrativas previstas (artigo 47.º) são retomadas de disposições semelhantes que foram introduzidas nas Directivas relativas aos prospectos e aos abusos de mercado;
- reforçar as actuais disposições em matéria de intercâmbio de informações entre autoridades nacionais competentes e as obrigações de assistência e cooperação mútuas (artigos 51.º-55.º). As actuais disposições da DSI em matéria de cooperação prudencial foram concebidas num contexto em que as ligações entre os mercados nacionais segmentados eram pouco desenvolvidas e raramente utilizadas. Sendo agora os mecanismos de transmissão entre mercados nacionais mais intensos e imediatos, torna-se necessária uma intensificação da cooperação entre autoridades de supervisão. Uma colaboração desta natureza será tanto mais necessária quanto se pretender reforçar a confiança requerida para promover o reconhecimento sistemático da supervisão pelo país de origem.

3. Recurso aos procedimentos de comitologia para adopção das disposições de execução

Os mercados de valores mobiliários dos Estados-Membros têm-se defrontado com alterações drásticas e com uma consolidação crescente, induzidas pelas novas tecnologias, pela globalização e pelo efeito do euro. A normalização tem também evoluído a um ritmo rápido. A concorrência entre os mercados de valores mobiliários exige que se tenham em conta as novas técnicas financeiras e os novos produtos para promover as melhores práticas. Por outro lado, a protecção dos investidores e a sua confiança têm que ser preservados a nível da Comunidade.

Para fazer face ao desafio da regulamentação dos mercados financeiros modernos, há que introduzir novas técnicas legislativas. Em 17 de Julho de 2000, o Conselho instituiu o Comité de Sábios para a Regulamentação dos Mercados de Valores Mobiliários Europeus. No seu relatório final, o Comité recomendou que cada directiva respeitasse uma separação entre princípios de base e medidas de implementação técnica «não essenciais» a ser adoptadas pela Comissão segundo os procedimentos de comitologia da União. Na sua Resolução relativa a uma regulamentação mais eficaz dos mercados de valores mobiliários na União Europeia, o Conselho Europeu de Estocolmo congratulou-se com a intenção da Comissão de criar um Comité de Valores Mobiliários. Esse Comité, quando actua na sua qualidade de comité consultivo, deverá ser consultado sobre questões de política, nomeadamente para o tipo de medidas que a Comissão possa propor em relação a princípios de base. Na sua Resolução, o Conselho Europeu acrescentou que o Comité de Valores Mobiliários, sujeito a actos legislativos específicos propostos pela Comissão e adoptados pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho, deveria actuar como comité de regulamentação, de acordo com a Decisão de 1999 sobre comitologia, para assistir a Comissão na tomada de decisões relativas a medidas de execução ao abrigo do artigo 202.º do Tratado CE. A presente directiva segue as linhas de orientação estabelecidas pelo Conselho Europeu de Estocolmo e pelo Parlamento Europeu.

O disposto na directiva proposta procura limitar-se a enunciar as principais obrigações que incumbem às autoridades nacionais ou entidades autorizadas. O estabelecimento de grandes princípios é complementado, sempre que adequado, pela especificação das principais matérias a harmonizar através de medidas de execução pormenorizadas, a adoptar através do procedimento de comitologia, e dos principais conceitos jurídicos e técnicos que essas medidas de execução deverão ter em conta.

A proposta alterada identifica as medidas de execução de segundo nível que terão de ser decididas pela Comissão através do procedimento de comitologia — por exemplo, adaptação e clarificação de determinadas definições ou adopção de medidas de execução pormenorizadas para tornar efectivas as obrigações estabelecidas na directiva. A proposta pretende limitar a utilização do procedimento de comitologia às disposições operacionais em que a harmonização pormenorizada será fundamental para assegurar uma aplicação uniforme da DSI e para o desenvolvimento harmonioso do mercado financeiro único. Deve igualmente ser tido em conta o pesado investimento representado pela adopção das medidas de execução pormenorizadas por parte das instituições europeias, das autoridades competentes nacionais e das autoridades de supervisão dos valores mobiliários, bem como pelos operadores de mercado (através do seu envolvimento nos processos de consulta).

Apesar desta abordagem limitada, o alcance da directiva e a introdução de novos requisitos importantes a nível da UE (por exemplo, as regras de transparência e o princípio da «execução nas melhores condições») exigem uma utilização alargada dos procedimentos de comitologia, para conferir efeito às disposições essenciais da proposta. Vinte dos sessenta e sete artigos prevêem o recurso ao procedimento de comitologia.

Anexo 1: Visão sucinta da Directiva 93/22/CEE

a) Passaporte único para as empresas de investimento:

O objectivo primordial da DSI consistia em «realizar apenas a harmonização essencial, necessária e suficiente para se obter o reconhecimento mútuo das autorizações e dos sistemas de controlo prudencial, que permita a concessão de uma autorização única válida em toda a Comunidade e a aplicação do princípio do controlo pelo Estado-Membro de origem; que, por força do reconhecimento mútuo, as empresas de investimento autorizadas no seu Estado-Membro de origem podem exercer em toda a Comunidade a totalidade ou parte das actividades compreendidas na sua autorização e abrangidas pela presente directiva, através do estabelecimento de uma sucursal ou em regime de livre prestação de serviços».

As entidades (pessoas singulares ou colectivas) que prestam, como actividade habitual, os serviços de investimento enumerados no anexo da DSI são obrigadas a obter uma autorização e são objecto de supervisão como empresas de investimento de acordo com o disposto na directiva. As instituições de crédito podem prestar serviços de investimento com base na sua autorização bancária, desde que respeitem certas disposições da DSI (por exemplo, normas de conduta). O n.º 2 do artigo 2.º da directiva exclui do seu âmbito diversas categorias de operadores que, de outro modo, seriam considerados empresas de investimento.

Os serviços principais relativamente aos quais é obrigatória uma autorização no âmbito da DSI incluem a recepção e transmissão de ordens, a execução de ordens (corretagem), a negociação por conta própria, a gestão de carteiras individuais e a tomada firme. As empresas podem prestar uma combinação de serviços principais e auxiliares, desde que estejam expressamente autorizadas a fazê-lo e tal esteja especificado na sua autorização. Além disso, as empresas de investimento autorizadas podem igualmente prestar um leque de serviços auxiliares numa base transfronteiras ao abrigo da sua autorização DSI. Os principais serviços auxiliares incluem a custódia e administração de activos e a consultoria de investimento. As empresas podem ser autorizadas a nível nacional a prestar um ou mais destes serviços auxiliares, sem estarem autorizadas a prestar quaisquer dos serviços principais. Nesses casos, a empresa não pode invocar a sua autorização para tentar prestar estes serviços auxiliares noutros Estados-Membros.

As principais obrigações iniciais e permanentes impostas às empresas de investimento incluem:

- dispor de reservas de capital inicial e permanente que respeitem os requisitos decorrentes da DAFP (93/6/CEE);
- requisitos em matéria de organização, com o objectivo de promover o exercício ordenado das operações nas empresas (artigo 10.º);
- normas de conduta que regem a forma como actua nas suas transacções com e em nome dos seus clientes e quando participam no mercado (artigo 11.º);
- adesão a um sistema de indemnização dos investidores, tal como previsto na respectiva directiva (artigo 12.º e Directiva 97/9/CE);
- notificação de transacções em determinados instrumentos quando efectuadas na bolsa ou fora da bolsa (artigo 20.º).

Com base na observância da harmonização mínima incorporada nestas disposições, a empresa de investimento beneficia dos seguintes direitos:

- prestar livremente serviços de investimento a clientes de outros Estados-Membros com base na supervisão pelo país de origem, salvo disposição em contrário da directiva (por exemplo, artigos 11.º e 13.º);
- estabelecer sucursais noutros Estados-Membros para a prestação de serviços de investimento;
- beneficiar do direito de acesso, de forma directa, indirecta ou remota, a sistemas de negociação das bolsas/mercados regulamentados de outros Estados-Membros. Este direito estende-se igualmente à participação em sistemas de compensação e liquidação que sejam utilizados para concluir transacções efectuadas no mercado regulamentado em questão.

b) *Condições para o reconhecimento como mercado regulamentado*

A DSI introduziu igualmente os primeiros elementos para um regime comum de autorização e supervisão nacional dos mercados regulamentados. As estruturas de negociação organizadas de modo permanente, que funcionam de acordo com normas de negociação aprovadas publicamente, e que impõem controlos rigorosos aos valores mobiliários admitidos à negociação por forma a manter uma negociação efectiva nesse instrumento, são elegíveis para serem autorizados como mercados regulamentados. Os mercados regulamentados devem também disponibilizar informações «para permitir aos investidores apreciar em qualquer momento as condições de uma transacção que tencionem realizar e verificar posteriormente as condições em que essa transacção foi efectuada» (ver artigo 21.º que define certos requisitos genéricos de transparência pré e pós-negociação). A concessão do estatuto de mercado regulamentado exige que o mercado admita qualquer banco ou empresa de investimento devidamente autorizado de outro Estado-Membro como participante nesse mercado. O mercado regulamentado beneficia do direito de colocar ecrãs de negociação e terminais nos escritórios dos membros à distância por forma a permitir a estes últimos participarem plenamente na negociação no mercado. Segundo o artigo 16.º da directiva, a Comissão deve publicar anualmente uma lista de mercados regulamentados.

O PARLAMENTO EUROPEU E O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado que institui a Comunidade Europeia e, nomeadamente, o n.º 2 do seu artigo 47.º,

Tendo em conta a proposta da Comissão,

Tendo em conta o parecer do Comité Económico e Social,

Tendo em conta o parecer do Banco Central Europeu,

Agindo de acordo com o procedimento previsto no artigo 251.º do Tratado,

Considerando o seguinte:

- (1) A Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários ⁽¹⁾, tinha por objectivo estabelecer as condições em que as empresas de investimento e os bancos autorizados podiam prestar determinados serviços específicos ou estabelecer sucursais em outros Estados-Membros, com base na autorização e supervisão do país de origem. Para o efeito, a directiva harmonizava os requisitos de autorização e as condições de exercício da actividade das empresas de investimento, incluindo certas normas de conduta. Previa igualmente a harmonização de algumas condições que regem o funcionamento dos mercados regulamentados. Deste modo concedia aos Estados-Membros a faculdade de autorizar os pequenos investidores a fazer executar as suas operações num mercado regulamentado.
- (2) Nos últimos anos, cresceu o número de investidores presentes nos mercados financeiros, sendo-lhes oferecido um leque de serviços e instrumentos cada vez mais amplo e complexo. Perante esta evolução, convém que o enquadramento jurídico comunitário englobe a gama completa de actividades orientadas para o investidor. É por conseguinte indispensável prever o grau de harmonização necessário para proporcionar aos investidores um elevado nível de protecção e permitir que as empresas de investimento prestem serviços em toda a Comunidade, no quadro de um Mercado Único, com base na supervisão do país de origem. Tendo em conta o que antecede, a Directiva 93/22/CEE deve ser substituída por uma nova directiva.
- (3) Uma vez que os investidores estão cada vez mais dependentes de um aconselhamento personalizado, convém incluir a prestação de serviços de consultoria de investimento na lista de serviços de investimento para os quais é necessária uma autorização. Assim, deverão ser impostos requisitos proporcionais e adequados aos consultores de investimento, a fim de assegurar que o conteúdo dos conselhos personalizados não seja influenciado por outros factores que não a situação financeira, os objectivos de investimento, os conhecimentos, o perfil de risco e a capacidade técnica do cliente. Estes requisitos não devem ser aplicáveis à mera prestação de informações de natureza genérica sobre instrumentos financeiros, desde que os objectivos dessa actividade não consistam em ajudar o cliente a concluir ou celebrar um contrato, que tenha por objecto um serviço de investimento ou por um instrumento financeiro. Ao conceder uma autorização para a prestação de serviços de consultoria de investimento, as autoridades competentes, ou os organismos em quem delegam esta responsabilidade, devem ter a possibilidade de tomar em consideração as condições de autorização exigidas para o registo como mediador de seguros, susceptíveis de se sobrepor aos requisitos da presente directiva.
- (4) Convém incluir na lista dos instrumentos financeiros os instrumentos derivados sobre mercadorias, que sejam constituídos e negociados de tal forma que suscitem problemas regulamentares comparáveis aos ocasionadas pelos instrumentos financeiros tradicionais, como certos contratos de futuros ou de opções transaccionados em mercados regulamentados, susceptíveis de liquidação mediante entrega física, quando esses contratos revestem características de instrumentos financeiros, bem como os *swaps* que apenas são liquidados em numerário e em que os montantes da liquidação são calculados por referência aos valores de uma gama completa de preços, taxas, índices ou outros indicadores subjacentes. A este propósito, pode ter-se em conta, *inter alia*, o facto de serem ou não compensados e liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas, darem ou não origem à exigência diária de margens de negociação, serem ou não cotados por referência a preços regularmente publicados, lotes normalizados, datas de entrega ou condições normalizadas, por oposição a uma especificação das condições de liquidação em contratos individuais.
- (5) É necessário estabelecer um regime regulamentar completo que regule a realização de transacções em instrumentos financeiros, independentemente dos métodos de negociação utilizados para a sua conclusão, por forma a garantir uma elevada qualidade para a execução das transacções dos investidores e apoiar a integridade e a eficiência global do sistema financeiro. Há que prever um enquadramento coerente e orientado em função do risco para a regulamentação dos principais tipos de modalidades de execução de ordens actualmente disponíveis no mercado financeiro europeu. Há que ter em consideração o surgimento de uma nova geração de sistemas de negociação organizados, em paralelo com os mercados regulamentados, que devem ser sujeitos a certas obrigações, cujo objectivo consiste em preservar a eficiência e o funcionamento ordenado dos mercados financeiros. Para que o enquadramento regulamentar seja proporcionado, deverá prever-se a inclusão de um novo serviço de investimento que se prende com o funcionamento de sistemas de negociação multilaterais (Multilateral Trading Facilities — MTF).

⁽¹⁾ JO L 141 de 11.6.1993, p. 27, com a última redacção que lhe foi dada pela Directiva 2000/64/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 290 de 17.11.2000, p. 27).

- (6) Há que introduzir definições para os conceitos de mercado regulamentado e MTF, estreitamente alinhadas entre si, por forma a tornar patente que representam a mesma funcionalidade de negociação organizada. Essas definições devem excluir os sistemas bilaterais em que a empresa de investimento participa em cada transacção por conta própria e não como contraparte isenta de risco interposta entre o comprador e o vendedor. A expressão «interesses de compra e venda» deve ser entendida em sentido lato, incluindo ordens, cotações e manifestações de interesse. O requisito de os interesses deverem ser «confrontados . . . no sistema através de regras não discriminatórias estabelecidas pelo operador do sistema» significa que deverão ser confrontados segundo as regras do sistema ou através dos seus protocolos ou procedimentos operacionais internos (incluindo os procedimentos integrados em programas informáticos). Essas regras devem ser aprovadas pela autoridade competente. A expressão «regras não discriminatórias» significa que as regras não permitem à empresa de investimento que opera um MTF qualquer latitude quanto à forma como as diferentes posições podem interagir. As definições exigem que os interesses sejam confrontados por forma a resultar num contrato, o que significa que a sua execução se processa no âmbito das regras do sistema ou através dos seus protocolos ou procedimentos operacionais internos.
- (7) A presente directiva tem por objectivo abranger as empresas cuja actividade habitual consiste na prestação de serviços de investimento a terceiros, a título profissional. O seu âmbito de aplicação não deve incluir as pessoas que exerçam uma actividade profissional diferente.
- (8) Devem ser excluídas do âmbito de aplicação da presente directiva as empresas de seguros, cujas actividades são objecto de uma supervisão específica por parte das autoridades competentes em matéria de supervisão prudencial e que estão sujeitas à Directiva 64/225/CEE do Conselho, de 25 de Fevereiro de 1964, relativa à supressão das restrições à liberdade de estabelecimento e à livre prestação de serviços em matéria de resseguro e retrocessão ⁽¹⁾, à Primeira Directiva 73/239/CEE do Conselho, de 2 de Julho de 1973, relativa à coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes ao acesso à actividade de seguro directo não vida e ao seu exercício ⁽²⁾ e à Primeira Directiva 79/267/CEE do Conselho, de 5 de Março de 1979, relativa à coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes ao acesso à actividade de seguro directo de vida e ao seu exercício ⁽³⁾.
- (9) As empresas que não prestam serviços a terceiros, mas cuja actividade consiste em prestar serviços de investimento exclusivamente à sua empresa-mãe, às suas filiais ou a outras filiais da sua empresa-mãe não devem ser abrangidas pela presente directiva.
- (10) As pessoas que apenas prestam serviços de investimento a título esporádico, no âmbito da sua actividade profissional, devem ser igualmente excluídas do âmbito de aplicação da presente directiva, na condição de que essa actividade esteja regulamentada e que essa regulamentação não proíba a prestação, a título acessório, de serviços de investimento.
- (11) As empresas que prestam serviços de investimento que consistem exclusivamente na gestão de um regime de participação dos trabalhadores e que, por conseguinte, não prestam serviços de investimento a terceiros não devem ser abrangidas pela presente directiva.
- (12) É necessário excluir do âmbito de aplicação da presente directiva os bancos centrais e outros organismos com vocação similar, bem como os organismos públicos responsáveis pela gestão da dívida pública ou que nela participam (incluindo-se na noção de gestão da dívida pública a sua colocação), salvo no que diz respeito aos organismos, cujo capital seja parcial ou integralmente participado pelo sector público e cujas atribuições tenham um carácter comercial ou estejam ligadas à tomada de participações.
- (13) Há igualmente que excluir do âmbito de aplicação da presente directiva os organismos de investimento colectivo, quer se encontrem ou não coordenados a nível comunitário, bem como os depositários e gestores desses organismos, uma vez que estão sujeitos a normas específicas directamente adaptadas às suas actividades.
- (14) As empresas que prestam os serviços de investimento abrangidos pela presente directiva devem estar sujeitas à autorização do respectivo Estado-Membro de origem, a fim de assegurar a protecção dos investidores e a estabilidade do sistema financeiro.

⁽¹⁾ JO 56 de 4.4.1964, p. 878/64, com a última redacção que lhe é dada pelo Acto de Adesão da Dinamarca, da Irlanda e do Reino Unido.

⁽²⁾ JO L 228 de 16.8.1973, p. 3, com a última redacção que lhe é dada pela Directiva 2002/13/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 77 de 20.3.2002, p. 17).

⁽³⁾ JO L 63 de 13.3.1979, p. 1, com a última redacção que lhe é dada pela Directiva 2002/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 77 de 20.3.2002, p. 11).

- (15) Os princípios do reconhecimento mútuo e da supervisão pelo Estado-Membro de origem exigem que a autoridade competente de cada Estado-Membro recuse ou revogue uma autorização nos casos em que certos elementos, como o plano de actividades, a localização geográfica ou as actividades efectivamente exercidas, permitam concluir inequivocamente que uma empresa de investimento optou pelo sistema jurídico de um Estado-Membro com o intuito de se subtrair a normas mais severas em vigor noutra Estado-Membro, em cujo território tenciona exercer ou exerce efectivamente a maior parte das suas actividades. Uma empresa de investimento, que seja uma pessoa colectiva, deve ser autorizada no Estado-Membro onde se situa a sua sede estatutária. Uma empresa de investimento, que não seja uma pessoa colectiva, deve ser autorizada no Estado-Membro onde se situa a sua administração central. Por outro lado, os Estados-Membros devem exigir que a administração central de uma empresa de investimento se situe sempre no seu Estado-Membro de origem e que nele funcione efectivamente.
- (16) Uma empresa de investimento autorizada no seu Estado-Membro de origem deve poder exercer as suas actividades em toda a Comunidade pelos meios que considere adequados.
- (17) Tendo em vista a gestão sã e prudente das empresas de investimento, devem ser impostas obrigações específicas às pessoas que dirigem efectivamente as suas actividades, bem como às pessoas que sobre ela exercem um controlo efectivo. Uma vez que certas empresas de investimento estão isentas da obrigação imposta pela Directiva 93/6/CEE do Conselho, de 15 de Março de 1993, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito ⁽¹⁾, essas empresas devem ser obrigadas a subscrever um seguro de responsabilidade profissional. Os ajustamentos aos montantes desse seguro devem ter em conta os ajustamentos efectuados no quadro da Directiva 2002/. . /CEE do Conselho, relativa à mediação de seguros. Este tratamento específico para efeitos de adequação de fundos próprios não deve prejudicar eventuais decisões respeitantes a um tratamento mais adequado para estas empresas no âmbito de futuras alterações à legislação comunitária em matéria de adequação dos fundos próprios. O mais tardar em 31 de Dezembro de 2006, a Comissão deve apresentar um relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a aplicação destas disposições, acompanhado, se necessário, de propostas tendentes à sua revisão. Essas propostas devem ter em consideração a evolução verificada a nível da Comunidade e de outras instâncias internacionais, em especial no que diz respeito aos requisitos de capital correspondentes ao risco operacional.
- (18) Uma vez que o âmbito de aplicação das disposições prudenciais se deve limitar às entidades que constituem uma fonte de riscos de contraparte para os demais participantes no mercado, em virtude de gerirem uma carteira de negociação a título profissional, as entidades que negociam instrumentos financeiros por conta própria, incluindo os instrumentos derivados sobre mercadorias abrangidos pela presente directiva, mas de forma acessória relativamente à sua actividade principal, devem ser excluídas do âmbito de aplicação da directiva.
- (19) Uma vez que o regime prudencial estabelecido no direito comunitário não se adapta actualmente à situação específica das empresas cuja actividade principal, quando consideradas numa base consolidada, consiste em negociar em instrumentos derivados sobre mercadorias por conta própria, convém excluir essas empresas do âmbito de aplicação da presente directiva.
- (20) A fim de proteger os direitos de propriedade e outros direitos de natureza análoga do investidor relativamente aos valores mobiliários, bem como os seus direitos sobre os fundos confiados à empresa, é conveniente distingui-los dos da empresa em questão. Este princípio não deve, todavia, impedir a empresa de operar em seu nome, mas por conta do investidor, quando tal seja requerido pela própria natureza da transacção e o investidor o consista, como por exemplo no caso do empréstimo de títulos.
- (21) Para evitar que os pequenos investidores efectuem transacções que não lhes convêm, o acesso aos sistemas operados por um MTF deve ser restringido às empresas de investimento e instituições de crédito, para fins de negociação por conta própria ou em nome dos seus clientes e de outras contrapartes elegíveis.
- (22) Os processos vigentes na Comunidade em matéria de autorização das sucursais de empresas de investimento autorizadas em países terceiros, devem continuar a ser-lhes aplicáveis. Essas sucursais não devem beneficiar da liberdade de prestação de serviços nos termos do segundo parágrafo do artigo 49.º do Tratado, nem do direito de estabelecimento em Estados-Membros que não aqueles em que se encontram estabelecidas. Tendo em conta os casos em que a Comunidade não se encontra vinculada por quaisquer obrigações bilaterais ou multilaterais, convém prever um procedimento destinado a assegurar que as empresas de investimento comunitárias beneficiem de um regime de reciprocidade de tratamento nos países terceiros em questão.
- (23) O crescente leque de actividades, que muitas empresas de investimento e instituições de crédito exercem em simultâneo, tem aumentado as possibilidades de conflitos entre os interesses destas diferentes actividades e os dos seus clientes. É, por conseguinte, necessário prever regras que assegurem que esses conflitos não prejudiquem os interesses dos clientes.

⁽¹⁾ JO L 141 de 11.6.1993, p. 1, com a última redacção que lhe é dada pela Directiva 98/33/CE do parlamento Europeu e do Conselho (JO L 204 de 21.7.1998, p. 29).

- (24) É necessário reforçar o enquadramento legislativo comunitário para proteger os investidores, alargando as obrigações das empresas de investimento quando prestam serviços a clientes ou em seu nome. É, em especial, imprescindível, para uma empresa de investimento que opera em nome de clientes e que pretende desempenhar devidamente as suas obrigações de intermediário perante esses mesmos clientes, obter informações sobre a sua situação financeira, a sua experiência e os seus objectivos em matéria de investimento, bem como avaliar a conveniência, para esses clientes, dos serviços ou transacções em instrumentos financeiros em perspectiva, à luz dessas mesmas informações. A realização desta avaliação não deve impor uma autorização distinta para a prestação de serviços de consultoria de investimento.
- (25) Em derrogação ao princípio da autorização, supervisão e aplicação efectiva das obrigações pelo país de origem, quando se trata da actividade de sucursais, convém que a autoridade competente do país de acolhimento assuma a responsabilidade pela aplicação das normas de conduta relativamente às actividades desenvolvidas para clientes através de uma sucursal, uma vez que esta autoridade está mais próxima desta sucursal e está em melhores condições para detectar eventuais infracções às normas que regem as transacções entre a empresa e os clientes.
- (26) É necessário impor às empresas de investimento uma obrigação efectiva de «execução nas melhores condições», para assegurar que executam as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente. Esta obrigação deve aplicar-se às empresas que têm obrigações de intermediário ou contratuais perante o cliente — independentemente de executarem elas próprias as ordens ou confiarem a sua execução a outro intermediário.
- (27) A fim de reforçar a confiança na imparcialidade e na qualidade da execução dos serviços, bem como para melhorar o processo global de formação dos preços, é essencial que uma empresa de investimento, que receba uma ordem com limites e não esteja apta a executá-la imediatamente nas condições especificadas, a encaminhe para um mercado regulamentado ou MTF, ou divulgue ao mercado, de qualquer outra forma, as condições desse interesse na negociação.
- (28) A presente directiva reconhece que os investidores devem estar plenamente conscientes dos riscos e benefícios potenciais, associados às diferentes modalidades de tratamento das ordens. Para o efeito, os investidores devem prestar o seu consentimento expresso antes de as suas ordens poderem ser executadas, designadamente contra posições próprias da empresa. A empresa de investimento terá o direito de decidir se deve solicitar um consentimento prévio geral (por exemplo, no início da relação) ou para cada operação individual.
- (29) Convém definir as condições em que uma empresa de investimento pode recorrer aos serviços de agentes vinculados. Uma vez que desempenham um leque limitado de funções em nome de uma empresa de investimento, os agentes vinculados não devem ser considerados eles próprios como empresas de investimento, não devendo ter a possibilidade de exercer a sua actividade noutros Estados-Membros. Os Estados-Membros devem poder delegar a responsabilidade pela autorização, registo e supervisão dos agentes vinculados em organismos de auto-regulamentação independentes e dotados dos recursos necessários. A presente directiva não deve prejudicar o direito de os agentes vinculados exercerem actividades conexas relativamente a serviços ou produtos financeiros por ela não abrangidos, incluindo actividades em nome de entidades do mesmo grupo financeiro. As condições para o exercício de actividades fora das instalações da empresa de investimento (porta-a-porta) não devem ser objecto da presente directiva.
- (30) Para assegurar a aplicação das normas de conduta relativamente aos investidores que mais carecem de protecção e tendo em conta as práticas de mercado bem estabelecidas em toda a Comunidade, convém clarificar que o respeito dessas normas de conduta pode ser dispensado no caso das transacções entre contrapartes elegíveis.
- (31) O simples facto de uma entidade, que não seja nem uma instituição de crédito nem uma empresa de investimento, poder ser reconhecida como «contraparte elegível» não deve privá-la do direito de ser tratada como um cliente, que pode beneficiar da protecção conferida pelas normas de conduta ou pelos contratos de intermediação.
- (32) Para prosseguir o duplo objectivo de proteger os investidores e assegurar o funcionamento harmonioso dos mercados de valores mobiliários, é imprescindível garantir a transparência das transacções e a aplicação das regras estabelecidas para esse efeito, tanto às empresas de investimento como às instituições de crédito quando intervêm nos mercados. A fim de permitir que os investidores ou participantes no mercado avaliem, numa base permanente, as condições de uma transacção sobre acções que tenham em perspectiva e verifiquem posteriormente os termos em que essa transacção foi efectuada, há que prever normas comuns para a publicação de informações sobre as transacções de acções concluídas e a divulgação de informações pormenorizadas sobre as oportunidades existentes de negociação em acções. Estas normas são necessárias para assegurar a integração efectiva dos mercados de acções dos Estados-Membros, para promover a eficiência do processo global de formação de preços dos instrumentos de capital e para assegurar o respeito efectivo das obrigações de «execução nas melhores condições». Por estes motivos, é igualmente necessário um regime completo de transparência aplicável à totalidade das transacções de acções, quer sejam efectuadas por uma empresa de investimento de forma bilateral quer através de mercados regulamentados ou MTF.

- (33) Para assegurar o nível de informação pré-negociação requerido pela necessidade de promover uma formação eficiente dos preços das acções e para permitir aos participantes no mercado determinarem quais as condições mais favoráveis para a realização das transacções, convém exigir às empresas de investimento, que negociem por conta própria, que divulguem uma cotação firme de compra e venda para as transacções de uma dimensão específica sobre acções de elevada liquidez.
- (34) Todas as empresas de investimento devem dispor das mesmas possibilidades de aderir ou de ter acesso aos mercados regulamentados em toda a Comunidade. Independentemente do modo como se encontram actualmente organizadas as transacções nos Estados-Membros, é importante suprimir as restrições técnicas e jurídicas relativamente ao acesso directo, indirecto ou à distância aos mercados regulamentados.
- (35) Para facilitar a conclusão de transacções transfronteiras, convém igualmente prever o acesso das empresas de investimento, incluindo as que operam MTF, aos sistemas de compensação e liquidação em toda a Comunidade, independentemente de essas transacções terem sido ou não concluídas através de mercados regulamentados do Estado-Membro relevante. As empresas de investimento que pretendam participar directamente em sistemas de liquidação de países parceiros devem respeitar os requisitos de natureza operacional e comercial impostos a essa adesão, bem como as medidas prudenciais destinadas a promover o funcionamento harmonioso e ordenado dos mercados financeiros.
- (36) A autorização para explorar um mercado regulamentado deve ser alargada a todas as actividades directamente relacionadas com a afixação, processamento, execução, confirmação e notificação das ordens, desde o momento em que essas ordens são recebidas pelo mercado regulamentado até ao momento em que são transmitidas para subsequente conclusão, bem como a todas as actividades relacionadas com a admissão de instrumentos financeiros à negociação. Devem incluir igualmente as transacções concluídas por intermédio dos operadores de contrapartida («market makers») designados pelo mercado regulamentado e que são efectuadas no âmbito das suas regras e sistemas.
- (37) Os operadores de um mercado regulamentado devem também ter a possibilidade de operar um MTF sem serem obrigados a obter uma autorização adicional como empresa de investimento.
- (38) O disposto na presente directiva relativamente à admissão de instrumentos à negociação de acordo com as normas aplicadas por um mercado regulamentado não deve prejudicar a aplicação do disposto na Directiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Maio de 2001, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial numa bolsa de valores e às informações a publicar sobre esses valores⁽¹⁾. Os mercados regulamentados não devem ser impedidos de aplicar aos emitentes de valores mobiliários, ou aos instrumentos cuja admissão à negociação estejam a apreciar, requisitos mais exigentes do que os impostos em conformidade com a presente directiva.
- (39) Os Estados-Membros devem ter a possibilidade de designar diferentes autoridades competentes para assegurar a aplicação da gama alargada de obrigações previstas na presente directiva. Essas autoridades devem assumir a natureza pública, a fim de garantir a sua independência relativamente aos agentes económicos e evitar conflitos de interesses. A designação de autoridades públicas não exclui a delegação de funções, sob a responsabilidade da autoridade competente.
- (40) É necessário reforçar a convergência dos poderes de que dispõem as autoridades competentes, com vista a criar as condições para um nivelamento do grau de rigor da aplicação da directiva em todo o mercado financeiro integrado. A eficácia da supervisão deve ser garantida por um conjunto mínimo comum de poderes, conjugado com recursos adequados.
- (41) A fim de proteger os clientes e sem prejuízo do direito que lhes assiste de intentarem uma acção judicial, convém que os Estados-Membros incentivem os organismos públicos ou privados, instituídos com vista à resolução extrajudicial de litígios, a cooperarem na resolução de litígios transfronteiras, tendo em conta a Recomendação 98/257/CE da Comissão, de 30 de Março de 1998, relativa aos princípios aplicáveis aos organismos responsáveis pela resolução extrajudicial de litígios de consumo transfronteiras⁽²⁾. Ao implementar disposições sobre a tramitação das queixas e as vias de resolução no âmbito da resolução extrajudicial de litígios, os Estados-Membros são incentivados a utilizar os mecanismos de cooperação transfronteiras já existentes, nomeadamente a rede para a apresentação de queixas no domínio dos serviços financeiros (FIN-Net).
- (42) É necessário reforçar as disposições em matéria de intercâmbio de informações entre autoridades competentes nacionais, bem como as obrigações mútuas de assistência e cooperação. Perante o crescimento da actividade transfronteiras, as autoridades competentes devem transmitir entre si as informações relevantes para o desempenho das respectivas funções, por forma a assegurar a aplicação efectiva da presente directiva, nomeadamente em situações em que as infracções, ou suspeitas de infracção, podem envolver as autoridades de dois ou mais Estados-Membros. Neste intercâmbio de informações, é imprescindível um rigoroso sigilo profissional para assegurar o processamento harmonioso da transmissão dos elementos informativos e a protecção dos direitos individuais das pessoas em causa.

⁽¹⁾ JO L 184 de 6.7.2001, p. 1.

⁽²⁾ JO L 115 de 17.4.1998, p. 31.

- (43) Na sua reunião de 17 de Julho de 2000, o Conselho instituiu um Comité de Sábios para a regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários. No seu relatório final, o Comité de Sábios propôs a introdução de novas técnicas legislativas, com base numa abordagem em quatro níveis: princípios gerais, medidas de execução, cooperação e aplicação. O Nível 1, que corresponde à directiva, deverá limitar-se aos grandes princípios, ao passo que no Nível 2 as medidas técnicas de execução serão adoptadas pela Comissão, com a assistência de um comité.
- (44) A Resolução adoptada pelo Conselho Europeu de Estocolmo em 23 de Março de 2001 aprovou o relatório final do Comité de Sábios e a abordagem em quatro níveis aí proposta, para tornar mais eficiente e transparente o processo regulamentar tendente à adopção de legislação comunitária no domínio dos valores mobiliários.
- (45) De acordo com o Conselho Europeu de Estocolmo, as medidas de execução do Nível 2 devem ser utilizadas com maior frequência, para assegurar a actualização das disposições técnicas relativamente à evolução verificada a nível do mercado e da supervisão, devendo ser estabelecidos prazos para todas as fases dos trabalhos incluídos nesse Nível.
- (46) A Resolução do Parlamento Europeu de 5 de Fevereiro de 2002, relativa à implementação da legislação no domínio dos serviços financeiros, subscreveu igualmente o relatório do Comité de Sábios, com base na declaração solene feita pela Comissão no mesmo dia perante o Parlamento e na carta de 2 de Outubro de 2001 dirigida pelo Comissário responsável pelo Mercado Interno ao Presidente da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento, respeitante à salvaguarda do papel do Parlamento Europeu neste domínio.
- (47) As medidas necessárias para a aplicação da presente directiva devem ser adoptadas de acordo com a Decisão 1999/468/CE do Conselho, de 28 de Junho de 1999, que fixa as regras de exercício das competências de execução atribuídas à Comissão ⁽¹⁾.
- (48) O Parlamento Europeu deve dispor de um período de três meses a contar da primeira comunicação inicial dos projectos de medidas de execução, para poder analisá-las e emitir o seu parecer. Todavia, em casos urgentes e devidamente fundamentados, este período poderá ser reduzido. Se, dentro desse prazo, for formulada uma Resolução do Parlamento Europeu, a Comissão deve reexaminar as medidas projectadas.
- (49) Com vista a ter em conta a futura evolução a nível dos mercados financeiros, a Comissão deve apresentar relatórios ao Parlamento Europeu e ao Conselho relativamente

às disposições que dizem respeito ao seguro de responsabilidade profissional, ao âmbito de aplicação das regras em matéria de transparência e à eventual autorização de operadores especializados na negociação de instrumentos derivados sobre mercadorias como empresas de investimento.

- (50) A Directiva 85/611/CEE do Conselho, de 20 de Dezembro de 1985, relativa à coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes aos organismos de investimento colectivo em valores mobiliários ⁽²⁾, a Directiva 93/6/CEE e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Março de 2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício ⁽³⁾ devem ser alteradas com vista ao seu alinhamento com o disposto na presente directiva.
- (51) Os objectivos da criação de um mercado financeiro integrado, em que os investidores beneficiem de uma protecção eficaz, e da preservação da eficiência e da integridade do mercado global exigem a instituição de requisitos regulamentares comuns para as empresas de investimento, independentemente da origem da sua autorização na Comunidade e que rejam o funcionamento dos mercados regulamentados e outros sistemas de negociação, por forma a evitar que a falta de transparência ou a perturbação num determinado mercado ponham em causa a eficiência do funcionamento do sistema financeiro europeu, considerado no seu conjunto. Uma vez que estes objectivos podem ser prosseguidos de forma mais adequada a nível comunitário, a Comunidade pode adoptar medidas em conformidade com o princípio da subsidiariedade, tal como previsto no artigo 5.º do Tratado. De acordo com o princípio da proporcionalidade e nos termos do mesmo artigo, a presente directiva não ultrapassa o estritamente necessário para alcançar aqueles objectivos,

ADOPTARAM A PRESENTE DIRECTIVA:

TÍTULO I

DEFINIÇÕES E ÂMBITO DE APLICAÇÃO

Artigo 1.º

Âmbito de aplicação

1. A presente directiva aplica-se às empresas de investimento e aos mercados regulamentados.
2. Os artigos 12.º e 13.º e os Capítulos II e III do Título II aplicam-se igualmente às instituições de crédito que sejam autorizadas, nos termos da Directiva 2000/12/CE, a prestar um ou mais serviços de investimento.

⁽²⁾ JO L 375 de 31.12.1985, p. 31, com a última redacção que lhe é dada pela Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2001/108/CE (JO L 41 de 13.2.2002, p. 35).

⁽³⁾ JO L 126 de 26.5.2000, p. 1, com a última redacção que lhe é dada pela Directiva 2000/28/CE (JO L 275 de 27.10.2000, p. 37).

⁽¹⁾ JO L 184 de 17.7.1999, p. 23.

Artigo 2.º**Isenções**

1. A da presente directiva não se aplica:
- a) Às empresas de seguros, na acepção do artigo 1.º da Directiva 73/239/CEE ou do artigo 1.º da Directiva 79/267/CEE, nem às empresas que exercem as actividades de resseguro e de retrocessão referidas na Directiva 64/225/CEE;
 - b) Às empresas que prestam serviços de investimento exclusivamente à sua empresa-mãe, às suas filiais ou a outras filiais da sua empresa-mãe;
 - c) Às pessoas que prestam um serviço de investimento, se essa actividade for exercida de forma acessória no âmbito de uma actividade profissional e se esta última for regulada por disposições legais ou regulamentares ou por um código deontológico da profissão que não excluam a prestação desse serviço;
 - d) Às empresas cujos serviços de investimento prestados consistem exclusivamente na gestão de um regime de participação dos trabalhadores;
 - e) Às empresas que prestam serviços de investimento que envolvem a gestão de regimes de participação dos trabalhadores e a prestação dos serviços de investimento exclusivamente à sua empresa-mãe, às suas filiais ou outras filiais da sua empresa-mãe;
 - f) Aos membros do Sistema Europeu de Bancos Centrais, outros organismos nacionais com vocação similar e outros organismos públicos responsáveis pela gestão da dívida pública ou que participam nessa gestão;
 - g) Aos organismos de investimento colectivo, coordenados ou não a nível comunitário, bem como aos depositários e gestores desses organismos;
 - h) Às pessoas que negociam instrumentos financeiros por conta própria enquanto actividade acessória da sua actividade principal, se essa actividade principal não consistir na prestação de serviços de investimento na acepção da presente directiva ou de serviços bancários na acepção da Directiva 2001/12/CE;
 - i) Às empresas cuja actividade principal, quando considerada numa base consolidada, consiste em negociar em instrumentos derivados sobre mercadorias por conta própria;
 - j) Às empresas cujos serviços de investimento consistem exclusivamente na negociação por conta própria nos mercados de futuros financeiros ou opções ou que negociam ou participam na formação de preços por conta de outros membros desses mercados, sendo cobertos pela garantia de um membro compensador do referido mercado, quando

a responsabilidade pela execução dos contratos celebrados por essas empresas for assumida por esse membro compensador do mercado;

- k) Às associações criadas por fundos de pensões dinamarqueses cuja única finalidade consista em de gerir os activos dos fundos de pensões participantes;
- l) Aos «agenti di cambio» cujas actividades e funções são reguladas pelo artigo 201.º do Decreto legislativo italiano n.º 58 de 28 de Fevereiro de 1998.

2. Os direitos conferidos pela presente directiva não se aplicam à prestação de serviços, na qualidade de contraparte, no âmbito de transacções efectuadas pelos membros do Sistema Europeu de Bancos Centrais no exercício das suas funções, tal como previstas pelo Tratado e pelos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu.

3. Com vista a ter em consideração a evolução verificada a nível dos mercados financeiros e para assegurar uma aplicação uniforme da presente directiva, a Comissão pode, agindo de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, clarificar as isenções previstas no n.º 1.

Artigo 3.º**Definições**

1. Para efeitos da presente directiva, entende-se por:
1. «Empresa de investimento»: qualquer pessoa colectiva cuja ocupação ou actividade habitual que consista na prestação de serviços de investimento a título profissional.
 2. «Serviço de investimento»: qualquer dos serviços enumerados na Secção A do Anexo I e que incida sobre qualquer dos instrumentos enumerados na Secção C do Anexo I.
 3. «Serviço auxiliar»: qualquer dos serviços referidos na Secção B do Anexo I e que incida sobre qualquer dos instrumentos enumerados na Secção C do Anexo I.
 4. «Consultoria de investimento»: a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente relativamente a uma ou mais transacções, respeitantes a instrumentos financeiros.
 5. «Execução de ordens em nome de clientes»: actuação na qualidade de intermediário com vista à celebração de contratos de compra ou venda de um ou mais instrumentos financeiros em nome de clientes.
 6. «Negociação por conta própria»: negociação activa, de modo regular e a título profissional e com base no seu próprio capital, por forma a concluir transacções em um ou mais instrumentos financeiros.

7. «Cliente»: qualquer pessoa singular ou colectiva que pretenda obter a prestação de serviços de investimento ou serviços auxiliares por parte de uma empresa de investimento.
8. «Cliente profissional»: um cliente que dispõe da experiência, conhecimentos e competências necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorre, de acordo com os critérios e procedimentos estabelecidos no Anexo II.
9. «Operador de mercado»: a pessoa ou pessoas que dirigem efectivamente as actividades de um mercado regulamentado.
10. «Mercado regulamentado»: um sistema multilateral, gerido por um operador de mercado, que permite o confronto — dentro desse sistema e de acordo com normas não discriminatórias estabelecidas pelo mercado regulamentado — de um grande número de interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros, por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação no âmbito das suas regras e sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular, de acordo com o disposto no Título III da presente directiva.
11. «Sistema de negociação multilateral» (Multilateral Trading Facility — MTF): um sistema multilateral que permite o confronto de um grande número de interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros — dentro desse sistema e de acordo com regras não discriminatórias — por forma a que tal resulte num contrato.
12. «Ordem de mercado»: uma ordem de compra ou de venda de um instrumento financeiro ao melhor preço disponível.
13. «Ordem com limites»: uma ordem de compra ou venda de um instrumento financeiro a um preço-limite especificado ou a um preço mais favorável.
14. «Instrumento financeiro»: qualquer dos instrumentos especificados na Secção C do Anexo I.
15. «Valores mobiliários»: as categorias de valores mobiliários que são negociáveis no mercado de capitais, com excepção dos instrumentos de pagamento, como por exemplo:
- a) Acções de sociedades e outros valores equivalentes a acções de sociedades ou outras entidades, bem como certificados de depósito de acções;
 - b) Obrigações ou outros títulos de dívida;
 - c) Quaisquer outros valores mobiliários que confirmam o direito à compra ou venda desses valores mobiliários ou que dão origem a uma liquidação em dinheiro, determinada por referência a valores mobiliários, dividas, taxas de juro ou de rendimento, mercadorias ou outros índices ou indicadores.
16. «Instrumentos do mercado monetário»: as categorias de instrumentos habitualmente negociadas no mercado monetário, como por exemplo bilhetes do Tesouro, certificados de depósito e papel comercial, com exclusão dos instrumentos de pagamento.
17. «Estado-Membro de origem»:
- a) No caso das empresas de investimento:
 - i) se a empresa de investimento for uma pessoa singular, o Estado-Membro onde se situa a sua administração central;
 - ii) se a empresa de investimento for uma pessoa colectiva, o Estado-Membro onde esteja situada a sua sede estatutária. Nesse caso, a autoridade competente deve também assegurar-se de que a administração central da empresa se situa no mesmo Estado-Membro; ou
 - iii) se a empresa de investimento, em conformidade com a sua lei nacional, não tiver sede estatutária, o Estado-Membro onde esteja situada a sua administração central.
 - b) No caso dos mercados regulamentados: o Estado-Membro em que o mercado regulamentado tem a sua sede estatutária ou, se, em conformidade com a sua lei nacional, não tiver sede estatutária, o Estado-Membro em que se situa a sua administração central.
18. «Estado-Membro de acolhimento»: o Estado-Membro em que uma empresa de investimento tem uma sucursal ou presta serviços.
19. «Autoridade competente»: a autoridade, designada pelo Estado-Membro de origem nos termos do artigo 45.º, salvo disposição em contrário na presente directiva.
20. «Instituição de crédito»: uma instituição de crédito tal como definida na Directiva 2000/12/CE.
21. «Sociedade gestora de OICVM»: uma sociedade gestora tal como definida nos termos da Directiva 85/611/CEE.
22. «Agente vinculado»: uma pessoa singular ou colectiva que, não sendo considerada empresa de investimento para efeitos da presente directiva, promove os serviços de investimento e os serviços auxiliares de uma empresa de investimento junto de clientes ou clientes potenciais, recolhe e transmite instruções ou ordens de clientes relativamente a serviços de investimento ou instrumentos financeiros a essa empresa de investimento e presta um aconselhamento aos clientes ou clientes potenciais relativamente aos instrumentos ou serviços financeiros oferecidos por essa empresa de investimento, sob a responsabilidade plena e incondicional da mesma, em nome da qual actua.
23. «Sucursal»: um local de actividade que constitui parte integrante de uma empresa de investimento, desprovido de personalidade jurídica e que presta serviços de investimento, relativamente aos quais a empresa de investimento obteve uma autorização.

24. «Participação qualificada»: a detenção, numa empresa de investimento, de uma participação directa ou indirecta que represente pelo menos 10 % do capital ou dos direitos de voto, em conformidade com o artigo 7.º da Directiva 88/627/CEE do Conselho ⁽¹⁾, ou que permita exercer uma influência significativa na gestão da empresa objecto da participação.

25. «Empresa-mãe»: uma empresa-mãe na acepção dos artigos 1.º e 2.º da Directiva 83/349/CEE ⁽²⁾.

26. «Filial»: uma empresa filial na acepção dos artigos 1.º e 2.º da Directiva 83/349/CEE, incluindo qualquer empresa filial de uma empresa filial da empresa-mãe de que essas empresas dependem em última instância.

27. «Controlo»: o controlo na acepção do artigo 1.º da Directiva 83/349/CEE.

28. «Relações estreitas»: uma situação em que duas ou mais pessoas singulares ou colectivas se encontram ligadas através de:

a) «Participação», que significa a detenção, directa ou através de controlo, de pelo menos 20 % dos direitos de voto ou do capital de uma empresa,

b) «Controlo», que significa a relação entre uma empresa-mãe e uma filial, em todos os casos referidos nos n.ºs 1 e 2 do artigo 1.º da Directiva 83/349/CEE, ou uma relação semelhante entre qualquer pessoa singular ou colectiva e uma empresa; uma empresa filial de uma empresa filial será também considerada filial da empresa-mãe de quem dependem estas empresas.

Uma situação em que duas ou mais pessoas singulares ou colectivas se encontram permanentemente ligadas a uma e mesma pessoa através de uma relação de controlo será também considerada como constituindo uma relação estreita entre essas pessoas.

2. Com vista a ter em consideração a evolução verificada a nível dos mercados financeiros, e para assegurar uma aplicação uniforme da presente directiva, a Comissão pode, agindo de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, clarificar as definições previstas no n.º 1 do presente artigo.

TÍTULO II

CONDIÇÕES DE AUTORIZAÇÃO E DE EXERCÍCIO DA ACTIVIDADE APLICÁVEIS ÀS EMPRESAS DE INVESTIMENTO

CAPÍTULO 1

CONDIÇÕES E PROCEDIMENTO DE AUTORIZAÇÃO

Artigo 4.º

Obrigatoriedade da autorização

1. Os Estados-Membros reservarão a prestação de serviços de investimento às empresas de investimento. Assegurar-se-ão de que todas as empresas de investimento, relativamente às quais são o Estado-Membro de origem, apenas exercem as suas actividades após terem obtido uma autorização de acordo com o disposto na presente directiva.

2. Em derrogação ao disposto no n.º 1, os Estados-Membros autorizarão os operadores de um mercado regulamentado a operar igualmente um MTF, na condição de darem cumprimento aos artigos 13.º, 24.º, 27.º e 28.º

3. Em derrogação ao disposto no ponto 1 do n.º 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem autorizar como empresas de investimento empresas que não sejam pessoas colectivas, desde que:

a) O seu regime jurídico garanta aos interesses de terceiros um nível de protecção equivalente ao proporcionado pelas pessoas colectivas; e

b) Sejam objecto de uma supervisão prudencial equivalente e adaptada à sua forma jurídica.

No entanto, as pessoas singulares que prestam serviços que envolvem a detenção de fundos ou valores mobiliários de terceiros só podem ser consideradas como empresas de investimento para efeitos da presente directiva quando, sem prejuízo de outros requisitos nela previstos ou previstos na Directiva 93/6/CEE, respeitem as seguintes condições:

a) Os direitos de propriedade de terceiros sobre instrumentos e fundos devem ser salvaguardados, nomeadamente no caso de insolvência da empresa ou dos seus proprietários, de penhora, compensação ou outras acções intentadas por credores da empresa ou pelos seus proprietários;

b) A empresa de investimento deve estar sujeita a normas destinadas a controlar a sua solvência e a dos respectivos proprietários;

c) As contas anuais da empresa de investimento devem ser revistas por uma ou mais pessoas habilitadas, de acordo com a legislação nacional, a efectuar a revisão de contas;

⁽¹⁾ JO L 348 de 17.12.1988, p. 62.

⁽²⁾ JO L 193 de 18.7.1983, p. 1.

d) Caso a empresa tenha um único proprietário, este deve assegurar a protecção dos investidores na eventualidade da cessação das actividades da empresa em consequência da sua morte, incapacidade ou eventualidade equiparável.

4. Os Estados-Membros criarão um registo de todas para as empresas de investimento. Esse registo será acessível ao público e conterá informações sobre os serviços que as empresas de investimento estão autorizadas a prestar. Será regularmente actualizado.

5. No caso das empresas de investimento que apenas prestam serviços de consultoria de investimento, os Estados-Membros podem autorizar a autoridade competente a delegar a função de concessão de autorização num organismo que satisfaça as condições enunciadas no n.º 2 do artigo 45.º

Artigo 5.º

Âmbito da autorização

1. O Estado-Membro de origem assegurar-se-á de que a autorização especifica os serviços de investimento que a empresa de investimento está autorizada a prestar. A autorização pode abranger um ou mais dos serviços auxiliares enumerados na Secção B do Anexo I. A autorização não pode em caso algum ser concedida unicamente para a prestação de serviços auxiliares.

2. Uma empresa de investimento que pretenda obter uma autorização para alargar as suas actividades a serviços adicionais, de investimento ou auxiliares, não previstos na altura em que lhe foi concedida a autorização inicial, deve apresentar um pedido para a extensão da sua autorização.

3. A autorização será válida em toda a Comunidade e permitirá a uma empresa de investimento prestar em toda a Comunidade os serviços para que foi autorizada, quer através do estabelecimento de uma sucursal quer em regime de livre prestação de serviços.

Artigo 6.º

Processo de concessão e recusa de pedidos de autorização

1. A autoridade competente apenas concederá uma autorização se e quando estiver plenamente assegurada de que o requerente cumpre todos os requisitos decorrentes das disposições adoptadas em conformidade com a presente directiva.

2. A empresa de investimento fornecerá todas as informações, incluindo um plano de actividades, indicando nomeadamente os tipos de operações que pretende efectuar e a sua estrutura organizativa, necessárias para permitir à autoridade competente certificar-se de que a empresa de investimento adoptou, no momento da autorização inicial, todas as medidas necessárias para satisfazer as suas obrigações, tal como previstas no presente capítulo.

3. Os requerentes serão informados, no prazo de seis meses a contar da apresentação do pedido devidamente instruído, da recusa ou concessão da autorização.

Artigo 7.º

Revogação da autorização

A autoridade competente pode revogar a autorização concedida a uma empresa de investimento se essa empresa:

- a) Não fizer uso da autorização num prazo de doze meses, renunciar expressamente à autorização ou não tiver prestado quaisquer serviços de investimento nos seis meses precedentes, a menos que o Estado-Membro em causa preveja a caducidade da autorização nesses casos;
- b) Tiver obtido a autorização por meio de declarações falsas ou por qualquer outra forma irregular;
- c) Deixar de satisfazer as condições em que foi concedida a autorização, tais como a conformidade com as condições previstas na Directiva 93/6/CEE;
- d) Tiver infringido de maneira grave e reiterada as disposições adoptadas em execução da presente directiva no que diz respeito às condições de exercício da actividade das empresas de investimento;
- e) Se encontrar em qualquer dos outros casos em que a legislação nacional, relativamente a questões fora do âmbito da presente directiva, preveja uma revogação da autorização.

Artigo 8.º

Pessoas que asseguram efectivamente a direcção da empresa

1. Os Estados-Membros exigirão que as pessoas que dirigem efectivamente as actividades de uma empresa de investimento satisfaçam determinados requisitos em matéria de boa reputação e experiência, por forma a assegurar a sua gestão sã e prudente.

2. Os Estados-Membros exigirão à empresa de investimento que notifique à autoridade competente quaisquer alterações a nível da sua direcção, fazendo acompanhar essa notificação de todas as informações necessárias para que esta avalie se as novas pessoas designadas para dirigir a empresa gozam da boa reputação requerida e dispõem da experiência necessária.

3. A autoridade competente recusará a autorização caso não esteja assegurada de que as pessoas que irão efectivamente dirigir as actividades da empresa de investimento gozam da boa reputação requerida ou dispõem da experiência necessária ou se considerar, por motivos objectivos e comprovados, que uma eventual proposta de alteração à direcção da empresa constitui uma ameaça para a gestão sã e prudente da mesma.

4. Os Estados-Membros garantirão que a direcção das empresas de investimento seja assegurada por, pelo menos, duas pessoas que satisfaçam os requisitos enunciados no n.º 1.

Em derrogação ao disposto no primeiro parágrafo, os Estados-Membros podem conceder uma autorização a empresas de investimento que sejam pessoas singulares ou a empresas de investimento que sejam pessoas colectivas geridas por uma única pessoa singular, de acordo com o respectivo pacto social e legislação nacional. Os Estados-Membros assegurar-se-ão, todavia, de que são adoptadas medidas alternativas para garantir a gestão sã e prudente dessas empresas.

Artigo 9.º

Pessoas que exercem um controlo efectivo e aquisição de participações qualificadas

1. Os Estados-Membros exigirão que os accionistas, que detêm uma participação qualificada na empresa de investimento, apresentem as qualidades necessárias para assegurar uma gestão sã e prudente da mesma.

Caso existam relações estreitas entre a empresa de investimento e outras pessoas singulares ou colectivas, a autoridade competente apenas concederá uma autorização caso essas relações não a impeçam de exercer efectivamente as suas funções de supervisão.

2. A autoridade competente recusará a autorização caso as disposições legislativas, regulamentares ou administrativas de um país terceiro, a que estejam sujeitas uma ou mais pessoas singulares ou colectivas com as quais a empresa tem relações estreitas, ou dificuldades verificadas na sua aplicação, impeçam o exercício efectivo das suas funções de supervisão.

3. Os Estados-Membros exigirão a qualquer pessoa singular ou colectiva, que pretenda adquirir ou alienar, directa ou indirectamente, uma participação qualificada numa empresa de investimento, que notifique previamente à autoridade competente esse facto, de acordo com o n.º 2, indicando o montante da participação resultante. Qualquer pessoa que pretenda aumentar ou reduzir a sua participação qualificada, de tal modo que a percentagem dos direitos de voto ou do capital por si detida exceda ou passe a ser inferior aos limiares de 20 %, 33 % ou 50 %, ou de tal forma que a empresa de investimento se transforma em sua filial, deve igualmente notificar a autoridade competente desse facto.

Sem prejuízo do disposto no n.º 4, a autoridade competente disporá de um prazo máximo de três meses a contar da data da notificação prevista no primeiro parágrafo para se opor ao referido projecto se, atendendo à necessidade de garantir uma gestão sã e prudente da empresa de investimento, não tiver

garantias da adequação das pessoas referidas no primeiro parágrafo. Se a autoridade competente não se opuser ao referido projecto, pode fixar um prazo-limite para a sua execução.

4. Se o adquirente de qualquer participação referida no n.º 3, for uma empresa de investimento, uma instituição de crédito ou uma empresa de seguros autorizada noutra Estado-Membro, ou a empresa-mãe de uma empresa de investimento, instituição de crédito ou empresa de seguros autorizada noutra Estado-Membro, ou uma pessoa que controle uma empresa de investimento, uma instituição de crédito ou uma empresa de seguros autorizada em outro Estado-Membro e se, em resultado dessa aquisição, a empresa em causa se transformar numa filial do adquirente ou passar a estar sob o seu controlo, a apreciação dessa aquisição deve ser sujeita à consulta prévia referida no artigo 55.º

5. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que tenham conhecimento de aquisições ou cessões de participações do seu capital, que façam com que essas participações excedam ou passem a situar-se aquém dos limiares referidos no primeiro parágrafo do n.º 3, que informem sem demora a autoridade competente de tal facto.

As empresas de investimento comunicarão igualmente à autoridade competente, pelo menos uma vez por ano, a identidade dos accionistas ou sócios que possuem participações qualificadas, bem como o montante dessas participações, tal como constam, nomeadamente, das informações prestadas nas assembleias gerais anuais dos accionistas ou sócios ou das informações prestadas por força das disposições aplicáveis às sociedades cujos valores mobiliários são admitidos à negociação num mercado regulamentado.

6. Os Estados-Membros exigirão que, no caso de a influência exercida pelas pessoas referidas no primeiro parágrafo do n.º 1 ser susceptível de prejudicar a gestão sã e prudente da empresa de investimento, a autoridade competente tome as medidas adequadas para pôr termo a tal situação.

Essas medidas podem consistir em pedidos de decisões judiciais e/ou na imposição de sanções aos dirigentes e às pessoas responsáveis pela gestão, ou na suspensão do exercício dos direitos de voto inerentes às acções detidas pelos accionistas ou sócios em questão.

Devem ser aplicadas medidas semelhantes às pessoas que não cumpram a obrigação de informação prévia relativamente à aquisição ou aumento de uma participação qualificada. Se, não obstante a oposição da autoridade competente, for adquirida tal participação os Estados-Membros, independentemente da aplicação de outras sanções, estabelecerão quer a suspensão do exercício dos direitos de voto correspondentes quer a nulidade dos votos expressos ou a sua anulabilidade.

Artigo 10.º

Adesão a um sistema de indemnização dos investidores autorizado

A autoridade competente deve assegurar-se de que as entidades que solicitam autorização como empresas de investimento satisfazem as respectivas obrigações, tal como previstas na Directiva 97/9/CE ⁽¹⁾, na altura em que são autorizadas.

Artigo 11.º

Dotação inicial de capital

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que a autoridade competente apenas concederá uma autorização se a empresa de investimento dispuser de um capital inicial suficiente, de acordo com o previsto na Directiva 93/6/CEE, tendo em conta a natureza do serviço de investimento em causa.

2. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento excluídas do âmbito de aplicação da Directiva 93/6/CEE, ao abrigo das alíneas c) e d) do n.º 2 do seu artigo 2.º, dispõem de um seguro de responsabilidade profissional que abranja todo o território da Comunidade, ou de outra garantia equiparável, que dê cobertura à responsabilidade resultante de negligência profissional, representando no mínimo uma cobertura de 1 milhão de euros por sinistro e um valor global de 2 milhões de euros por ano, para a totalidade dos sinistros.

3. Os montantes referidos no n.º 2 serão revistos periodicamente pela Comissão por forma a ter em conta a evolução do índice europeu de preços no consumidor, tal como publicado pelo Eurostat, de acordo e em simultâneo com os ajustamentos introduzidos por força do n.º 7 do artigo 4.º da Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2002/. . ./CE [mediação dos seguros].

Artigo 12.º

Requisitos em matéria de organização

1. O Estado-Membro de origem assegurará que as empresas de investimento satisfaçam os requisitos em matéria de organização estabelecidos nos n.ºs 2 a 9.

2. As empresas de investimento estabelecerão políticas e procedimentos adequados para garantir o cumprimento, por parte da empresa e dos respectivos dirigentes, empregados e agentes vinculados, das suas obrigações, previstas na presente directiva, ao exercerem a sua actividade junto e em nome de clientes e que lhes exijam que actuem por forma a promover a integridade do mercado. Estas políticas e procedimentos serão estabelecidas de tal modo que permitam à empresa de investimento demonstrar, a pedido da autoridade competente, que agiu de acordo com aquelas obrigações.

3. As empresas de investimento estarão estruturadas e organizadas de modo a reduzir ao mínimo o risco de os interesses dos clientes serem lesados por conflitos de interesses, entre a empresa e os seus clientes ou entre os próprios clientes.

4. As empresas de investimento utilizarão sistemas, recursos e procedimentos adequados para assegurar a continuidade e a regularidade da prestação dos seus serviços.

5. As empresas de investimento assegurarão que, caso confiem a terceiros a execução de funções essenciais para a prestação de um serviço de forma contínua e satisfatória aos seus clientes, serão tomadas medidas razoáveis para evitar riscos operacionais adicionais. A externalização de tarefas operacionais importantes não pode ser feita de tal modo que prejudique a qualidade do seu controlo interno ou a capacidade de a autoridade responsável pela supervisão exercer as suas funções de controlo do cumprimento, pela empresa, de todas as suas obrigações.

6. As empresas de investimento disporão de uma boa organização administrativa e contabilística, mecanismos de controlo interno, procedimentos eficazes para a avaliação de riscos, bem como de um controlo eficaz e medidas de segurança a nível dos seus sistemas de processamento de informações, incluindo, nomeadamente, regras aplicáveis às transacções pessoais efectuadas pelos seus empregados.

7. As empresas de investimento assegurarão que sejam mantidos registos de todos os serviços e transacções por elas efectuados, que sejam pelo menos suficientes para permitir à autoridade competente verificar o cumprimento dos requisitos decorrentes da presente directiva, nomeadamente para apurar se as empresas cumpriram todas as suas obrigações perante os clientes.

8. Sempre que detenham instrumentos financeiros pertencentes a clientes, as empresas de investimento tomarão disposições adequadas para salvaguardar os direitos de propriedade dos clientes, em especial em caso da sua insolvência, e para impedir que os instrumentos dos seus clientes sejam utilizados por conta própria, sem o consentimento destes últimos.

9. Sempre que detenham fundos pertencentes a clientes, as empresas de investimento tomarão disposições adequadas com vista a salvaguardar os direitos do cliente e, à excepção do caso das instituições de crédito, impedir a utilização dos fundos dos clientes por sua conta própria.

10. No caso das sucursais de empresas de investimento, a autoridade competente do Estado-Membro em que se situa e a sucursal deve, sem prejuízo da possibilidade de a autoridade competente do Estado-Membro de origem da empresa de investimento ter directamente acesso a esses registos, assegurar a aplicação das obrigações contidas no n.º 7, no que diz respeito às transacções efectuadas pela mesma sucursal.

⁽¹⁾ JO L 84 de 26.3.1997, p. 22.

11. Com vista a ter em conta a evolução técnica verificada a nível dos mercados financeiros, e para assegurar uma aplicação uniforme dos n.º 2 a 10, a Comissão adoptará, em conformidade com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que especifiquem os requisitos concretos em matéria de organização a impor às empresas de investimento que prestam os diferentes serviços de investimento e serviços auxiliares, ou diferentes combinações desses serviços.

Artigo 13.º

Processo de negociação e conclusão de transacções num MTF

1. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que operam um MTF, para além do cumprimento dos requisitos estabelecidos no artigo 12.º, que estabeleçam normas e procedimentos transparentes e não discriminatórios para uma negociação equitativa e ordenada e que adoptem critérios objectivos para a execução eficiente das ordens, por forma a permitir aos utilizadores obterem o melhor preço disponível no ou através do MTF, em qualquer momento, tendo em conta a dimensão da transacção pretendida. Essas normas e procedimentos serão sujeitos à aprovação prévia da autoridade competente do Estado-Membro de origem.

2. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que operam um MTF que facultem o acesso às suas infra-estruturas de acordo com condições comerciais transparentes e objectivas. As empresas de investimento que operam um MTF devem poder reservar a utilização das suas infra-estruturas, bem como o acesso às mesmas, exclusivamente às contrapartes elegíveis a que se refere o n.º 3 do artigo 22.º

3. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que operam um MTF que informem claramente os seus utilizadores sobre as respectivas responsabilidades pela liquidação das transacções executadas nessa infra-estrutura. Se as empresas de investimento utilizadoras de um MTF assumirem parte da responsabilidade pela liquidação dessas transacções, a autoridade competente deve assegurar que implementem as medidas necessárias para permitir uma liquidação eficiente.

4. Se um valor mobiliário admitido à negociação num mercado regulamentado for também transaccionado num MTF, sem o consentimento do seu emitente, o emitente não ficará sujeito a qualquer obrigação no que diz respeito à prestação inicial, corrente ou *ad hoc* de informações financeiras perante esse MTF.

5. Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento que operam um MTF sigam de imediato quaisquer instruções que lhe sejam transmitidas pela sua autoridade competente, nos termos do n.º 1 do artigo 46.º, no que diz respeito à retirada ou suspensão da negociação de um instrumento financeiro.

6. Com vista a ter em consideração a evolução técnica verificada a nível dos mercados financeiros e assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1 e 2, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução respeitantes ao conteúdo das regras de negociação destinadas a promover uma negociação equitativa e ordenada através do MTF.

Artigo 14.º

Autorização de empresas e sucursais de países terceiros

1. Os Estados-Membros informarão a Comissão de quaisquer dificuldades de ordem geral com que se defrontem as suas empresas de investimento para criarem estabelecimentos ou prestarem serviços de investimento num país terceiro.

2. Se a Comissão entender, com base em outras informações que lhe sejam transmitidas para além das referidas no n.º 1, que um país terceiro não concede às empresas de investimento comunitárias um acesso efectivo ao mercado comparável ao concedido pela Comunidade às empresas de investimento desse país terceiro, pode apresentar propostas ao Conselho para obter deste um mandato de negociação adequado, com vista à obtenção de condições concorrenciais comparáveis para as empresas de investimento comunitárias. O Conselho decidirá por maioria qualificada.

3. Se a Comissão entender, com base nas informações que lhe foram transmitidas nos termos do n.º 1, que as empresas de investimento comunitárias não beneficiam num país terceiro de um tratamento nacional que lhes confira condições de concorrência idênticas às de que desfrutam as empresas de investimento nacionais e que não se encontram preenchidas as condições de acesso efectivo ao mercado, a Comissão pode iniciar negociações para obviar a essa situação.

Nas circunstâncias descritas no primeiro parágrafo, a Comissão pode decidir, agindo de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, em qualquer momento e para além do início das negociações, que as autoridades competentes dos Estados-Membros limitem ou suspendam as suas decisões relativamente aos pedidos, pendentes ou futuros, de autorização e de aquisição de participações, directas ou indirectas, de empresas-mãe sujeitas à lei do país terceiro em causa. Essa limitação ou suspensão não pode aplicar-se à constituição de filiais por parte de empresas de investimento devidamente autorizadas na Comunidade ou por parte das respectivas filiais, nem à aquisição de participações em empresas de investimento comunitárias por parte dessa empresa ou filiais. A vigência dessas medidas não pode exceder três meses.

Antes de decorrido o período de três meses referido no parágrafo anterior e tendo em conta o resultado das negociações, a Comissão pode decidir, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, prorrogar essas medidas.

4. Quando a Comissão entender que se verifica uma das situações referidas nos n.ºs 2 e 3, os Estados-Membros informá-la-ão, a seu pedido:

- a) De qualquer pedido de autorização de uma empresa que seja filial directa ou indirecta de uma empresa-mãe sujeita à lei do país terceiro em questão;
- b) Sempre que de tal forem informadas nos termos do n.º 3 do artigo 9.º, da intenção de uma empresa-mãe sujeita à lei do país terceiro em causa adquirir uma participação numa empresa de investimento comunitária, de tal forma que esta se torne sua filial.

Esta obrigação de prestação de informações cessará quando for obtido um acordo com o país terceiro em questão, ou quando as medidas referidas nos segundo e terceiro parágrafos do n.º 3 deixarem de se aplicar.

5. As medidas adoptadas nos termos do presente artigo devem ser conformes com as obrigações que incumbem à Comunidade por força de acordos internacionais, bilaterais ou multilaterais, que regulam o acesso à actividade das empresas de investimento e o seu exercício.

CAPÍTULO II

CONDIÇÕES PARA O EXERCÍCIO DA ACTIVIDADE APLICÁVEIS ÀS EMPRESAS DE INVESTIMENTO

Secção 1

Disposições gerais

Artigo 15.º

Obrigações gerais respeitantes à supervisão contínua

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que a autoridade competente acompanha regularmente as medidas em matéria de organização que as empresas de investimento tiverem de implementar previamente à sua autorização inicial.
2. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que notifiquem às autoridades competentes quaisquer alterações significativas ao seu programa de actividades e que lhes forneçam todas as informações necessárias para verificar se as regras alteradas em matéria de organização lhes permitem continuar a respeitar as obrigações estabelecidas na presente directiva.
3. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as autoridades competentes controlam as actividades das empresas de investimento por forma a verificar se cumprem as condições operacionais previstas no presente capítulo, bem como as demais obrigações decorrentes da presente directiva. Os Estados-Membros garantirão que as autoridades competentes obtenham

as informações de que carecem para verificar o cumprimento, por parte das empresas de investimento, daquelas obrigações.

4. No caso das empresas de investimento que apenas prestam serviços de consultoria de investimento, a autoridade competente pode delegar a função de controlo regular dos requisitos operacionais e em matéria de organização num organismo que satisfaça as condições estabelecidas no n.º 2 do artigo 45.º

Artigo 16.º

Conflitos de interesses

1. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que tomem todas as medidas razoáveis para identificar possíveis conflitos de interesse entre elas próprias, incluindo os seus dirigentes e empregados, e os seus clientes, ou entre os próprios clientes, susceptíveis de surgir no quadro da prestação de quaisquer serviços de investimento e auxiliares, ou de combinações desses serviços.

2. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento, cujas actividades dão origem a conflitos de interesses, que mantenham e utilizem mecanismos eficazes em matéria de organização e de carácter administrativo para impedir que estes conflitos prejudiquem os interesses dos clientes, ou que procedam à sua gestão por forma a obter o mesmo resultado.

3. Caso as medidas em matéria de organização ou de carácter administrativo, adoptadas pela empresa de investimento para gerir os conflitos de interesses, não sejam suficientes para garantir, com um grau de certeza razoável, que os riscos de os interesses dos clientes serem prejudicados foram efectivamente afastados, a empresa de investimento deve informar claramente o cliente, antes de efectuar uma operação em seu nome, da natureza genérica e/ou das fontes destes conflitos de interesses.

4. Com vista a ter em consideração a evolução técnica verificada a nível dos mercados financeiros e para assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1, 2 e 3, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução destinadas a:

- a) Definir as diligências que é razoável esperar que as empresas de investimento empreendam para identificar, impedir, gerir e/ou revelar eventuais conflitos de interesses na prestação dos diferentes serviços de investimento e auxiliares, ou de combinações desses serviços;
- b) Resolver os conflitos gerados por qualquer vantagem financeira recebida ou de qualquer interesse próprio que surja relativamente à execução de um serviço de investimento, susceptível de comprometer a qualidade ou a equidade de um serviço de investimento conexo, que seja executado em nome de um cliente ou que lhe seja prestado.

*Artigo 17.º***Dotação permanente de capital**

Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que respeitem permanentemente as regras estabelecidas na Directiva 93/6/CEE, tendo em conta a natureza do serviço de investimento em causa.

*Secção 2***Disposições destinadas a assegurar a protecção dos investidores***Artigo 18.º***Normas de conduta a seguir na prestação de serviços de investimento aos clientes**

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento, ao prestar serviços de investimento aos seus clientes, actuam de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes, respeitando nomeadamente os princípios enunciados nos n.ºs 2 a 8.

2. O material publicitário ou as informações nele contidas, dirigido aos clientes ou clientes potenciais, deve ser identificado como tal, ser correcto, claro e não induzir em erro.

3. Serão prestadas informações, de forma compreensível e oportuna, aos clientes ou clientes potenciais, acerca da empresa de investimento e dos respectivos serviços, que lhes permita compreender a natureza exacta dos riscos inerentes ao serviço de investimento e ao instrumento financeiro que lhes é oferecido.

4. Serão obtidas do cliente as informações necessárias relativamente ao seu conhecimento e experiência no domínio do investimento, relativamente aos seus objectivos de investimento e situação financeira, para permitir à empresa de investimento determinar quais os serviços de investimento e instrumentos financeiros mais convenientes para esse cliente.

5. Serão prestadas oportunamente informações ao cliente relativamente aos instrumentos financeiros, investimentos propostos e modalidades de execução, que sejam correctas, claras, e não induzam em erro, por forma a permitir-lhe tomar decisões de investimento com conhecimento de causa.

6. Serão fornecidas ao cliente orientações adequadas e advertências relativamente aos riscos associados ao investimento em determinados instrumentos ou a estratégias de investimento específicas, tendo particularmente em atenção os conhecimentos e a experiência do cliente.

7. Será criado um registo documental dos eventuais acordos celebrados entre a empresa e o cliente, que estabeleça os direi-

tos e obrigações de ambas as partes, bem como as demais condições em que a empresa prestará serviços ao cliente.

8. Serão fornecidos ao cliente relatórios sobre a evolução e os custos das transacções e serviços executados em seu nome.

9. Com vista a assegurar a necessária protecção dos investidores e uma aplicação uniforme dos n.ºs 1 a 8, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução destinadas a garantir que as empresas de investimento respeitem os princípios acima enunciados, ao prestar serviços de investimento ou serviços auxiliares aos seus clientes. Essas medidas de execução devem ter em conta:

- a) A natureza do serviço ou serviços oferecidos ou prestados ao cliente ou cliente potencial, incluindo os procedimentos e sistemas específicos que as empresas de investimento utilizam para executar ordens em nome dos clientes;
- b) A natureza dos instrumentos financeiros oferecidos ou considerados;
- c) A natureza do cliente ou cliente potencial, designadamente se se tratar de um pequeno cliente ou de um cliente profissional.

10. Os Estados-Membros autorizarão uma empresa de investimento que receba, por intermédio de outra empresa de investimento, uma instrução no sentido de executar um serviço de investimento ou um serviço auxiliar em nome de um cliente, a basear-se nas informações respeitantes ao cliente que lhe forem transmitidas pela empresa que transmitiu as instruções.

A empresa de investimento que recebeu uma instrução para executar serviços em nome de um cliente deste modo deve, além disso, poder basear-se em quaisquer orientações relativamente ao serviço ou transacção que foram fornecidas ao cliente por outra empresa de investimento.

A empresa de investimento que recebeu instruções ou ordens de clientes por intermédio de outra empresa de investimento continua a ser responsável pela conclusão do serviço ou transacção, com base nessas informações ou orientações, de acordo com as normas adoptadas nos termos do n.º 9.

11. A autoridade competente do Estado-Membro de origem assegurar-se-á de que as obrigações contidas no presente artigo e nas medidas de execução adoptadas nos termos do n.º 9 são respeitadas pelas empresas de investimento quando estas últimas prestem serviços noutros Estados-Membros.

12. A autoridade competente do Estado-Membro em que se situa uma sucursal será responsável pela aplicação efectiva das obrigações previstas nos n.ºs 1 a 8, relativamente aos serviços prestados por essa sucursal aos seus clientes.

Artigo 19.º

Obrigação de executar as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente

1. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que prestam serviços que implicam a execução, quer pela própria empresa quer por outra empresa de investimento, de ordens de clientes relativas a instrumentos financeiros, que garantam que essas ordens sejam executadas por forma a que os clientes obtenham o melhor resultado possível em termos de preço, encargos, rapidez e probabilidade de execução, tendo em conta o momento, a dimensão e a natureza das ordens do cliente, bem como quaisquer outras instruções específicas por si dadas.

2. A autoridade competente verificará se as empresas de investimento implementam procedimentos eficientes e eficazes, que constituam no seu conjunto um método sistemático, reproduzível e demonstrável para promover a execução das ordens nas condições mais favoráveis para os clientes. Ao avaliar estes procedimentos, será tida em consideração a medida em que permitem à empresa obter o melhor resultado possível, tendo em conta as condições prevalentes no mercado e às quais é razoável esperar que a empresa de investimento tenha acesso.

3. Os Estados-Membros exigirão às empresa de investimento que revejam regularmente os procedimentos que utilizam para obter os melhores resultados possíveis para os seus clientes e, sempre que necessário, adaptem estes procedimentos por forma a terem acesso às infra-estruturas que, de forma consequente, oferecem as condições de execução mais favoráveis disponíveis no mercado.

4. A fim de assegurar a necessária protecção dos investidores, o funcionamento equitativo e ordenado dos mercados e para assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1, 2 e 3, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que definam nomeadamente:

- a) Os factores que podem ser tidos em consideração para determinar em que consiste a execução nas melhores condições ou o cálculo do melhor preço líquido prevalente no mercado para a dimensão e o tipo de ordem, bem como para a categoria de cliente em causa;
- b) Os procedimentos que, tendo em conta a escala de operações das diferentes empresas de investimento, podem ser considerados como constituindo um método razoável e eficaz de obter o acesso às infra-estruturas que oferecem as condições de execução mais favoráveis no mercado.

Artigo 20.º

Regras relativas ao tratamento das ordens dos clientes

1. Os Estados-Membros exigirão às empresa de investimento autorizadas a executar ordens em nome dos clientes que im-

plementem procedimentos e métodos que lhes permitam a execução equitativa e rápida das ordens de cada cliente, relativamente às ordens de outros clientes ou aos interesses de negociação da própria empresa.

2. Os Estados-Membros assegurar-se-ão, nomeadamente, de que as empresas de investimento utilizam procedimentos ou métodos que lhes permitem executar as ordens dos clientes por ordem da sua recepção, na ausência de outras diferenças, bem como evitar que os interesses dos clientes sejam lesados por quaisquer conflitos de interesses.

3. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento obtêm o consentimento prévio explícito dos clientes antes de procederem à execução das suas ordens fora do âmbito das normas e sistemas operados por um mercado regulamentado ou MTF. Os Estados-Membros devem autorizar as empresas de investimento a obter esse consentimento prévio, sob a forma de um acordo geral ou relativamente a cada operação. Se o consentimento prévio do cliente for prestado sob a forma de um acordo geral, deve constar de um documento separado e ser renovado anualmente.

4. Os Estados-Membros exigirão que, no caso das ordens com limites de clientes que não possam ser executadas de imediato nas condições prevalentes no mercado, as empresas de investimento tomem as medidas necessárias para permitir a sua execução tão rápida quanto possível, informando os outros participantes no mercado das condições dessa ordem de forma que lhes seja acessível, a menos que o cliente lhe dê instruções em contrário. Os Estados-Membros devem prever a possibilidade de as autoridades competentes dispensarem a obrigação de tornar pública uma ordem com limites que tenha um volume anormalmente elevado em comparação com a dimensão normal no mercado, determinado nos termos do n.º 2 do artigo 41.º

5. A fim de assegurar que as medidas destinadas à protecção dos investidores e ao funcionamento equitativo e ordenado dos mercados tenham em conta a evolução técnica verificada a nível dos mercados financeiros e uma aplicação uniforme dos n.ºs 1 a 4, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que definam nomeadamente:

a) As condições e a natureza dos procedimentos e métodos destinados a obter uma execução rápida, equitativa e eficiente das ordens dos clientes, bem como as situações ou os tipos de transacções relativamente às quais é razoável que as empresas de investimento se desviem da obrigação de pronta execução, com o fim de obter condições mais favoráveis para os seus clientes;

b) Os procedimentos a seguir para a obtenção e renovação do consentimento prévio dos clientes para a execução dessas ordens, fora das normas e sistemas de um mercado regulamentado ou MTF;

- c) Os diferentes critérios para determinar se se pode considerar que uma empresa de investimento satisfaz a sua obrigação de divulgar junto do mercado as ordens com limites dos clientes que não foram executadas.

Artigo 21.º

Obrigações das empresas de investimento que empregam agentes vinculados

1. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que apenas empreguem agentes vinculados para a promoção dos serviços da própria empresa, para a angariação de serviços ou para a recolha de ordens de clientes ou clientes potenciais e sua transmissão à empresa, bem como para a prestação de aconselhamento no que diz respeito aos instrumentos ou serviços financeiros oferecidos pela empresa.

2. Os Estados-Membros exigirão que as empresas de investimento, que empreguem agentes vinculados, assumam uma responsabilidade plena e incondicional por qualquer acção ou omissão desses agentes, quando actue em nome da empresa. Exigirão às empresas de investimento que assegurem que os agentes vinculados informarão de imediato todos os clientes ou clientes potenciais sobre a qualidade em que actuam, bem como a empresa que representam.

3. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento controlam as actividades dos seus agentes vinculados e adoptam medidas e procedimentos destinados a garantir que actuem, em cada momento, de acordo com o disposto na presente directiva.

4. Os Estados-Membros assegurarão que os agentes vinculados, que actuem ou que pretendam actuar no seu território, sejam inscritos num registo público que será criado e mantido sob a responsabilidade da autoridade competente.

A autoridade competente assegurará que os agentes vinculados só sejam admitidos a esse registo quando tiverem demonstrado que gozam de boa reputação e possuem os conhecimentos gerais, comerciais e profissionais adequados, que lhes permitam comunicar de forma precisa todas as informações relevantes, relativamente ao serviço proposto ao cliente ou ao cliente potencial.

Esse registo será actualizado regularmente. Deverá estar à disposição do público para consulta.

5. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento apenas empregam agentes vinculados inscritos nos registos públicos referidos no n.º 4.

6. Os Estados-Membros podem permitir que a autoridade competente delegue a constituição e a manutenção do registo público previsto no n.º 4, bem como as funções de controlo da conformidade dos agentes vinculados com os requisitos previstos no n.º 4, num organismo que satisfaça as condições enunciadas no n.º 2 do artigo 45.º

Artigo 22.º

Transacções efectuadas com contrapartes elegíveis

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento autorizadas a executar ordens em nome de clientes e/ou a negociar por conta própria podem efectuar transacções com contrapartes elegíveis sem serem obrigadas a cumprir, no que diz respeito a essas transacções, as obrigações previstas nos artigos 18.º, 19.º e 20.º

2. Para efectuar transacções nas condições previstas no n.º 1, a empresa de investimento deve obter uma confirmação, junto da contraparte potencial, de que concorda efectivamente em ser tratada como contraparte elegível. Esta confirmação será obtida quer antes quer no decurso da transacção, ou sob a forma de um acordo geral.

3. Os Estados-Membros reconhecerão como contrapartes elegíveis, para efeitos do presente artigo e dos artigos 13.º e 39.º, as empresas de investimento, as instituições de crédito, as empresas de seguros ou quaisquer outros intermediários financeiros autorizados ou regulamentados, considerados como tal pela legislação comunitária, mas excluindo os OICVM e os fundos de pensões, bem como as respectivas sociedades gestoras.

Os Estados-Membros podem igualmente reconhecer como contrapartes elegíveis os OICVM e os fundos de pensões, bem como as respectivas sociedades gestoras e outras empresas que satisfaçam requisitos proporcionados estabelecidos previamente, incluindo limiares quantitativos. No caso de uma transacção em que as contrapartes potenciais estejam localizadas em jurisdições diferentes, a empresa de investimento reconhecerá o estatuto da outra empresa, tal como definido pela lei ou outras disposições do Estado-Membro em que se encontra estabelecida.

A classificação como contraparte elegível nos termos do segundo parágrafo não prejudica o direito de essas entidades serem tratadas, a seu pedido, como clientes, cujas relações com a empresa de investimento se regem pelos artigos 18.º, 19.º e 20.º

4. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as transacções efectuadas pelos utilizadores ou participantes num mercado regulamentado ou num MTF, nesse mercado ou MTF ou através dos seus sistemas, são tratadas como transacções entre contrapartes elegíveis.

5. Com vista a assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1, 2 e 3 e à luz da evolução das práticas do mercado, bem como para promover o funcionamento eficaz do mercado único, a Comissão pode adoptar, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução respeitantes à classificação como contraparte elegível.

Secção 3

Transparência e integridade do mercado

Artigo 23.º

Obrigação de promover a integridade do mercado, notificar as transacções e manter registos

1. Sem prejuízo da atribuição de responsabilidades pela aplicação do disposto na Directiva [...] do Parlamento Europeu e do Conselho [relativa aos abusos de mercado], a autoridade competente deve também controlar as actividades das empresas de investimento por forma a garantir que actuam de uma forma honesta, equitativa e profissional, que promova a integridade do mercado.

2. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que mantenham à disposição da autoridade competente, durante pelo menos cinco anos, os dados relevantes relativos a todas as transacções em instrumentos financeiros que tenham efectuado, quer por conta própria quer em nome de clientes. No caso das transacções efectuadas em nome de clientes, os registos devem conter todas as informações e dados pormenorizados sobre a sua identidade, bem como as informações exigidas pela Directiva 91/308/CEE⁽¹⁾.

3. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento, que efectuam transacções em quaisquer instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado, que transmitam, à autoridade competente do seu Estado-Membro de origem, informações pormenorizadas sobre essas transacções. Esta obrigação aplica-se independentemente de as transacções em causa terem ou não sido efectuadas num mercado regulamentado.

4. Essas informações serão transmitidas tão rapidamente quanto possível e nunca após o encerramento do dia útil subsequente. Especificarão os instrumentos adquiridos/vendidos, a sua quantidade, a data e hora de execução e o preço de transacção. Identificarão a entidade que executa a transacção bem como o mercado, sistema de negociação ou outra infra-estrutura através do qual a transacção se efectuou.

5. Os Estados-Membros devem prever que essas informações sejam prestadas à autoridade competente, quer pela própria

empresa de investimento quer pelo mercado regulamentado ou MTF através do qual a transacção foi concluída. Caso as transacções efectuadas num mercado regulamentado ou num MTF sejam notificadas directamente à respectiva autoridade competente, pelo próprio mercado regulamentado ou MTF, a empresa de investimento pode ser dispensada da obrigação prevista no n.º 3 do presente artigo.

6. Com vista a garantir que as medidas destinadas à protecção da integridade do mercado são alteradas para ter em consideração a evolução técnica verificada a nível dos mercados financeiros, e para assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1 a 5, a Comissão pode adoptar, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que estabeleçam os métodos e modalidades da prestação de informações relativas às transacções financeiras, a sua forma e conteúdo, bem como as modalidades da sua transmissão às autoridades competentes dos outros Estados-Membros.

Artigo 24.º

Controlo da negociação efectuada num MTF ou por seu intermédio

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento que operam um MTF prevêm medidas adequadas e eficazes que lhes permitam controlar efectiva e regularmente as transacções efectuadas em ou através das suas infra-estruturas, por forma a identificar quaisquer condições de negociação ou comportamentos irregulares, susceptíveis de envolver abusos de mercado.

Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que, no âmbito dessas medidas, as empresas de investimento transmitem de imediato, à autoridade competente, as informações obtidas nos termos do primeiro parágrafo, prestando-lhe toda a assistência na investigação e perseguição dos abusos de mercado ocorridos no MTF ou por seu intermédio.

2. Com vista a promover o controlo regular e efectivo da negociação nos MTF, por forma a manter a integridade global do mercado e para assegurar uma aplicação uniforme do n.º 1, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, disposições de execução que definam as medidas referidas no primeiro parágrafo.

Artigo 25.º

Obrigação de as empresas de investimento divulgarem as ofertas firmes de compra e venda

1. Os Estados-Membros exigirão a todas as empresas de investimento autorizadas a negociar por conta própria que divulguem os preços firmes de compra e venda para as transacções com um determinado volume correspondente ao habitualmente adoptado pelos pequenos investidores, relativamente a acções em que negociam, se essas acções forem admitidas à negociação num mercado regulamentado e para elas existir um mercado com elevada liquidez.

⁽¹⁾ JO L 166 de 28.6.1991, p. 77.

Os Estados-Membros exigirão que as empresas de investimento referidas no primeiro parágrafo negociem com as demais empresas de investimento e contrapartes elegíveis com base nos preços divulgados, a menos que o contrário se justifique por motivos comerciais legítimos, relacionados com a liquidação final da transacção.

2. Os Estados-Membros devem prever que as obrigações estabelecidas no n.º 1 sejam dispensadas relativamente às empresas de investimento que não representem, de modo regular e permanente, uma fonte de liquidez importante para as acções em causa.

3. Os Estados-Membros assegurarão que os preços de compra e venda referidos no n.º 1 sejam tornados públicos, de tal forma que sejam facilmente acessíveis aos outros participantes no mercado e que sejam fornecidos de modo gratuito, regular e contínuo, dentro do horário normal de negociação.

A autoridade competente verificará se as cotações publicadas traduzem as condições prevalentes no mercado para as acções em questão e se a empresa de investimento actualiza regularmente os preços de compra e venda que divulga em conformidade com o n.º 1.

4. Com vista a assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1, 2 e 3, por forma a promover uma avaliação eficiente dos preços das acções e a maximizar a possibilidade de as empresas de investimento obterem as melhores condições negociais para os seus clientes, a Comissão adoptará, em conformidade com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que:

- a) Especifiquem a dimensão das transacções habitualmente efectuadas por um pequeno investidor, relativamente às quais a empresa de investimento deverá divulgar preços firmes de compra e venda;
- b) Definam as acções ou categorias de acções relativamente às quais existe uma liquidez suficiente para permitir a aplicação das obrigações previstas no n.º 1;
- c) Determinem quais os tipos de empresas de investimento que serão isentas, nos termos do n.º 2, da obrigação prevista no n.º 1;
- d) Especifiquem as modalidades de cumprimento, por parte das empresas de investimento, das obrigações que lhes incumbem por força do n.º 3, que deverão incluir as seguintes possibilidades:
 - i) Através das infra-estruturas de um mercado regulamentado que tenha admitido o instrumento em causa à negociação;
 - ii) Através dos serviços de um terceiro;
 - iii) Através de meios próprios.

Artigo 26.º

Informações pós-negociação a prestar pelas empresas de investimento

1. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que, quer por sua conta quer em nome de clientes, efectuem transacções em acções admitidas à negociação num

mercado regulamentado fora das regras e sistemas de um mercado regulamentado ou MTF, tornem público o volume e o preço dessas transacções, bem como o momento em que foram concluídas. Estas informações serão divulgadas ao público de imediato, em condições comerciais razoáveis e de forma facilmente acessível aos demais participantes no mercado.

2. A autoridade competente assegurar-se-á de que as informações divulgadas em conformidade com o n.º 1, bem como o prazo no qual são tornadas públicas, respeitam os requisitos adoptados nos termos do artigo 42.º. Nos casos em que as medidas adoptadas em conformidade com o artigo 42.º prevêm uma divulgação diferida para determinadas categorias de transacções em acções, essa possibilidade aplicar-se-á, *mutatis mutandis*, a essas transacções, quando efectuadas fora das normas e sistemas de um mercado regulamentado ou MTF.

3. Com vista a assegurar o funcionamento ordenado e transparente dos mercados e uma aplicação uniforme do n.º 1, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que:

- a) Especifiquem os meios através dos quais as empresas de investimento podem satisfazer as obrigações previstas no n.º 1, incluindo as seguintes possibilidades:
 - i) Através das infra-estruturas de um mercado regulamentado em que o instrumento em causa esteja admitido à negociação;
 - ii) Através dos serviços de um terceiro;
 - iii) Através de meios próprios;
- b) Clarifiquem as modalidades de aplicação da obrigação prevista no n.º 1 no caso das transacções que envolvem a utilização de acções para efeitos de garantia, empréstimo ou outros fins, se a troca de acções for determinada por outros factores que não o seu valor corrente de mercado.

Artigo 27.º

Requisitos de transparência pré-negociação aplicáveis aos MTF

1. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que operam um MTF que tornem públicos os preços correntes de compra e venda que são divulgados através dos seus sistemas, relativamente às acções admitidas à negociação num mercado regulamentado. Exigirão que esta informação seja disponibilizada ao público em condições comerciais razoáveis e de forma contínua, durante o horário normal de negociação.

2. A autoridade competente assegurará que o conteúdo, o momento e as modalidades de publicação das informações pré-negociação publicadas pelos MTF respeitem os mesmos requisitos que os previstos no artigo 41.º no que diz respeito às transacções nestes instrumentos que são efectuadas num mercado regulamentado.

As autoridades competentes dispensarão igualmente as obrigações referidas no n.º 1 relativamente aos métodos de negociação operados pelos MTF, quando sejam previstas isenções, nos termos do artigo 41.º, relativamente aos mesmos métodos de negociação que os utilizados pelos mercados regulamentados.

Artigo 28.º

Requisitos de transparência pós-negociação aplicáveis aos MTF

1. Os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que operam um MTF que tornem público o preço, o volume e o momento das transacções que são efectuadas no âmbito das suas regras e sistemas, relativamente às acções que são admitidas à negociação num mercado regulamentado. Os Estados-Membros exigirão que sejam divulgadas informações pormenorizadas sobre essas transacções, em condições comerciais razoáveis e, na medida do possível, em tempo real.

2. A autoridade competente assegurará que o conteúdo, o momento e as modalidades de publicação das informações pós-negociação respeitam os requisitos impostos pelo artigo 42.º no que diz respeito às transacções em acções efectuadas num mercado regulamentado.

CAPÍTULO III

DIREITOS DAS EMPRESAS DE INVESTIMENTO

Artigo 29.º

Liberdade de prestação de serviços

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que qualquer empresa de investimento autorizada e sujeita à supervisão da autoridade competente de outro Estado-Membro, nos termos da presente directiva, pode prestar livremente serviços de investimento e serviços auxiliares no respectivo território, desde que esses serviços sejam abrangidos pela autorização. Não imporão quaisquer requisitos adicionais a essas empresas de investimento no que diz respeito às matérias abrangidas pela presente directiva.

2. Qualquer empresa de investimento que pretenda prestar serviços no território de outro Estado-Membro pela primeira vez, ou que pretenda alterar o leque de serviços prestados, transmitirá as seguintes informações à autoridade competente do seu Estado-Membro de origem:

- a) O Estado-Membro em que pretende exercer a sua actividade;
- b) Um programa de actividades onde refira nomeadamente os serviços de investimento ou auxiliares que pretende prestar e se pretende empregar os serviços de agentes vinculados no território do Estado-Membro em que tenciona prestar serviços.
3. A autoridade competente do Estado-Membro de origem deve, no prazo de um mês a contar da recepção dessas informações, enviá-las à autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento. A empresa de investimento pode então iniciar a prestação do serviço ou serviços de investimento em questão no Estado-Membro de acolhimento.

4. Caso se verifique uma alteração de quaisquer das informações transmitidas nos termos do n.º 2, a empresa de investimento notificará por escrito essa alteração à autoridade competente do seu Estado-Membro de origem, pelo menos um mês antes de a implementar. A autoridade competente do país de

origem informará a autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento dessas alterações.

5. Cada Estado-Membro autorizará os MTF dos demais Estados-Membros, sem quaisquer requisitos administrativos ou legais suplementares, a instalarem dispositivos adequados no seu território para permitir o acesso aos seus sistemas, bem como a sua utilização por parte de utilizadores à distância ou participantes estabelecidos no seu território.

Artigo 30.º

Estabelecimento de uma sucursal

1. Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento possam prestar serviços de investimento e serviços auxiliares no seu território, através do estabelecimento de uma sucursal, desde que esses serviços sejam abrangidos pela autorização concedida à empresa de investimento no país de origem.

Os Estados-Membros não imporão quaisquer requisitos adicionais, com excepção dos especificados no n.º 7, em matéria de organização e funcionamento da sucursal nos domínios abrangidos pela presente directiva.

2. Os Estados-Membros exigirão a qualquer empresa de investimento, que pretenda estabelecer uma sucursal no território de outro Estado-Membro, que notifique previamente esse facto à autoridade competente do seu Estado-Membro de origem, fornecendo-lhe as seguintes informações:

- a) O Estado-Membro em cujo território pretende estabelecer a sucursal;
- b) Um programa de actividades que especifique, *inter alia*, os serviços a propor e a estrutura organizativa da sucursal, indicando se a sucursal tenciona recorrer aos serviços de agentes vinculados;
- c) O endereço, no Estado-Membro de acolhimento, onde podem ser solicitados documentos;
- d) O nome das pessoas responsáveis pela gestão da sucursal.

3. No prazo de três meses a contar da recepção de todas as informações referidas, a autoridade competente do Estado-Membro de origem comunicará essas informações à autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento e informará desse facto a empresa de investimento interessada, excepto se, tendo em conta as actividades previstas, existirem razões para ter dúvidas relativamente à adequação da estrutura administrativa ou da situação financeira da empresa de investimento.

4. Para além das informações referidas no n.º 2, a autoridade competente do Estado-Membro de origem fornecerá à autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento esclarecimentos sobre o sistema de indemnização dos investidores autorizado do qual a empresa de investimento é membro, nos termos da Directiva 97/9/CE. Caso se verifique uma alteração relativamente a essas informações, a autoridade do Estado-Membro de origem deve informar a autoridade do Estado-Membro de acolhimento desse facto.

5. Sempre que a autoridade competente do Estado-Membro de origem se recusar a fornecer as informações à autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento, deve comunicar as razões dessa recusa à empresa de investimento em causa, no prazo de três meses a contar da data de recepção das informações completas.

6. Logo que receba uma comunicação da autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento, ou na ausência de qualquer comunicação dessa autoridade no prazo de dois meses após a data de transmissão da comunicação por parte da autoridade competente do país de origem, a sucursal pode ser constituída e dar início às suas actividades.

7. A autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento assumirá a responsabilidade por garantir que os serviços fornecidos pela sucursal respeitam as obrigações estabelecidas no n.º 7 do artigo 12.º e no artigo 18.º, bem como nas medidas adoptadas em conformidade com estas disposições.

A autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento terá o direito de verificar as medidas adoptadas pela sucursal nesta matéria e exigir a sua alteração, caso tal seja estritamente necessário para permitir à autoridade competente aplicar as obrigações contidas no n.º 7 do artigo 12.º e no artigo 18.º, bem como nas medidas adoptadas em conformidade com estas disposições.

8. Cada Estado-Membro assegurará que, sempre que uma empresa de investimento autorizada noutro Estado-Membro tenha estabelecido uma sucursal no seu território, a autoridade competente do Estado-Membro de origem possa, no exercício das suas competências e após ter informado a autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento, proceder por si mesma ou por intermédio de pessoas por si mandatadas para esse efeito, a verificações *in loco* relativamente a essa sucursal.

9. Em caso de alteração do conteúdo de qualquer das informações notificadas nos termos do n.º 2, a empresa de investimento comunicará por escrito essa alteração à autoridade competente do Estado-Membro de origem, pelo menos um mês antes de a implementar. A autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento será também informada dessa alteração pela autoridade competente do Estado-Membro de origem.

Artigo 31.º

Acesso aos mercados regulamentados

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento de outros Estados-Membros, que estão autorizadas a executar ordens de clientes ou a negociar por conta própria, terão o direito de se tornar membros dos mercados regulamentados estabelecidos no seu território ou de ter acesso a esses mercados, segundo uma das seguintes modalidades:

- a) Directamente, através da criação de sucursais nos Estados-Membros de acolhimento;
- b) Indirectamente, através da criação de filiais nos Estados-Membros de acolhimento ou da aquisição de empresas nos Estados-Membros de acolhimento que já sejam mem-

bros dos respectivos mercados regulamentados ou que a eles tenham acesso; e/ou

- c) Tornando-se membros à distância do mercado regulamentado ou tendo acesso à distância a esse mercado, sem terem de se estabelecer no Estado-Membro de origem desse mesmo mercado regulamentado, se os procedimentos e sistemas de negociação do mercado em causa não exigirem uma presença física para a conclusão das transacções no mercado.

2. Os Estados-Membros não imporão, às empresas de investimento que exerçam o direito previsto no n.º 1, quaisquer requisitos regulamentares ou administrativos adicionais, no que diz respeito às matérias que são objecto da presente directiva.

3. Os direitos conferidos pelo n.º 1 não prejudicam a obrigação de a empresa de investimento cumprir todos os critérios comerciais transparentes e objectivos que o mercado regulamentado imponha como condição para adquirir a qualidade de membro ou para a ele ter acesso, de acordo com o artigo 39.º

Artigo 32.º

Acesso aos sistemas de compensação e liquidação e direito de designar o sistema de liquidação

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as empresas de investimento de outros Estados-Membros tenham a possibilidade de aceder, directa ou indirectamente, aos sistemas de contraparte central, compensação e liquidação do seu território para efeitos de conclusão das transacções em instrumentos financeiros.

Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que o acesso dessas empresas de investimento àqueles sistemas seja sujeito aos mesmos critérios comerciais transparentes e objectivos que se aplicam aos participantes nacionais. Os Estados-Membros não restringirão a utilização desses sistemas à compensação e liquidação de transacções em instrumentos financeiros, efectuadas nos mercados regulamentados ou MTF situados no seu território.

2. Os Estados-Membros assegurarão que os mercados regulamentados situados no seu território ofereçam aos participantes directos, indirectos e à distância o direito de designarem o sistema de liquidação para as transacções em instrumentos financeiros efectuadas nesses mercados regulamentados, na condição de:

- a) Existirem ligações e acordos entre o sistema de liquidação designado e todos os sistemas ou infra-estruturas necessários para assegurar a liquidação eficiente e económica da transacção em causa; e
- b) Existir um acordo, por parte da autoridade competente responsável pelo mercado regulamentado, de que as condições técnicas para a liquidação de transacções concluídas no mercado regulamentado, através de um sistema de liquidação que não o designado pelo mercado regulamentado, permitem o funcionamento harmonioso e ordenado dos mercados financeiros.

3. Os direitos das empresas de investimento previstos nos n.ºs 1 e 2 não prejudicam o direito de os operadores de sistemas de contrapartes centrais, compensação ou liquidação de valores recusarem o acesso aos serviços solicitados, por motivos comerciais legítimos.

4. Com vista a assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1, 2 e 3, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que clarifiquem nomeadamente:

- a) A natureza das ligações técnicas entre os sistemas de liquidação designados pelas empresas de investimento e outros sistemas e infra-estruturas necessários para assegurar a liquidação eficiente e económica das transacções, bem como as condições em que estas ligações serão consideradas adequadas para efeitos do presente artigo;
- b) Os eventuais elementos que uma autoridade competente pode ter em conta ao avaliar se a liquidação das transacções num mercado regulamentado, através de um sistema de liquidação de valores que não o designado por esse mercado, se pode revelar prejudicial para o funcionamento ordenado e harmonioso dos mercados financeiros.

TÍTULO III

MERCADOS REGULAMENTADOS

Artigo 33.º

Autorização e legislação aplicável

1. Os Estados-Membros reservarão a autorização como mercado regulamentado às entidades situadas no seu território que respeitem o disposto no presente Título.

A autorização como mercado regulamentado apenas será concedida quando a autoridade competente estiver assegurada de que, tanto o operador de mercado como as normas e sistemas do mercado regulamentado, respeitam os requisitos previstos no presente Título.

2. Os Estados-Membros exigirão ao mercado regulamentado que exerça as funções relacionadas com a sua organização e funcionamento sob a supervisão e responsabilidade da autoridade competente. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que a autoridade competente controla regularmente o cumprimento, por parte dos mercados regulamentados, do disposto no presente Título.

3. Sem prejuízo de qualquer disposição relevante da Directiva 2002/.../CE [abusos de mercado], o direito público que rege as transacções efectuadas no âmbito das regras e sistemas de um mercado regulamentado será o do Estado-Membro de origem desse mercado regulamentado.

4. Os Estados-Membros exigirão ao mercado regulamentado que notifique à autoridade competente qualquer alteração pro-

jectada das condições em que lhes foi concedida a autorização ou do seu plano de actividades.

A autoridade competente recusará a autorização às alterações propostas, caso o plano de actividades daí resultante não satisfaça as condições previstas no presente Título.

5. Os Estados-Membros devem prever que a autoridade competente possa revogar a autorização concedida a um mercado regulamentado quando a ausência de cumprimento do disposto no presente Título tenha tido como resultado, ou seja susceptível de ter como resultado, um prejuízo demonstrável e significativo para o funcionamento sã e prudente do mercado regulamentado ou para o funcionamento harmonioso e ordenado dos mercados financeiros.

Artigo 34.º

Requisitos aplicáveis ao operador do mercado

1. Os Estados-Membros exigirão que o operador do mercado regulamentado goze da boa reputação e tenha a experiência necessária para assegurar a sua gestão sã e prudente. Exigirão também ao mercado regulamentado que informe a autoridade competente de quaisquer alterações da identidade das pessoas que efectivamente dirigem as suas actividades.

A autoridade competente recusará a autorização às alterações propostas ao quadro de pessoal do operador do mercado, caso existam motivos objectivos e demonstráveis para se considerar que constituem uma ameaça para a gestão sã e prudente do mercado regulamentado.

2. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que o operador do mercado assume a responsabilidade, em especial, por assegurar que o mercado regulamentado respeita todos os requisitos decorrentes do presente Título.

3. Os Estados-Membros exigirão ao operador do mercado que possua, na altura em que é concedida a autorização e de forma permanente, recursos financeiros suficientes para permitir o funcionamento ordenado do mercado regulamentado, tendo em conta a natureza e o volume das transacções nele concluídas, bem como a variedade e a intensidade dos riscos a que esse mercado está exposto.

4. Com vista a assegurar uma aplicação uniforme do n.º 3, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução para determinar os recursos financeiros que o operador de mercado será obrigado a deter, tendo em conta quaisquer outras medidas a que o mercado regulamentado possa recorrer para atenuar os riscos a que está exposto.

5. Os operadores de mercado, reconhecidos pela autoridade competente do seu Estado-Membro de origem como cumprindo o disposto no n.º 1, devem presumir-se como satisfazendo essas disposições, quando solicitam autorização para estabelecer um mercado regulamentado noutra Estado-Membro.

Artigo 35.º

Requisitos relativos às pessoas que exercem um controlo efectivo sobre o mercado regulamentado

1. Os Estados-Membros exigirão às pessoas, que se encontram numa situação que lhes permita exercer, directa ou indirectamente, um controlo efectivo sobre o mercado regulamentado, que satisfaçam requisitos de adequação.
2. Os Estados-Membros exigirão ao mercado regulamentado:
 - a) Que forneça à autoridade competente informações relativas à sua estrutura accionista, incluindo nomeadamente a identidade de quaisquer pessoas em condições de exercerem um controlo sobre o seu funcionamento, bem como o montante dos interesses dessas pessoas e que divulgue essas informações ao público;
 - b) Que forneça à autoridade competente informações sobre quaisquer transferências de propriedade que dêem origem a alterações na identidade das pessoas que exercem um controlo efectivo e que divulgue essas informações ao público.
3. A autoridade competente recusar-se-á a aprovar as alterações propostas para as posições de controlo do mercado regulamentado quando existirem motivos objectivos e demonstráveis para se considerar que constituem uma ameaça para a gestão sã e prudente desse mercado.

Artigo 36.º

Requisitos em matéria de organização

Os Estados-Membros exigirão que os mercados regulamentados:

- a) Prevejam mecanismos para identificar claramente e gerir as possíveis consequências adversas, para o funcionamento do mercado regulamentado ou para os seus participantes, de quaisquer conflitos entre as exigências do seu bom funcionamento e os interesses do próprio mercado, dos seus proprietários ou operadores, nomeadamente no caso de esses conflitos de interesses se poderem revelar prejudiciais para o desempenho de quaisquer funções delegadas ao mercado regulamentado pela autoridade competente;
- b) Estejam dotados dos meios necessários para gerir os riscos a que estão expostos, tenham implementado mecanismos e sistemas adequados para identificar todos os riscos significativos para o seu funcionamento, e tenham instituído medidas eficazes para atenuar estes riscos;
- c) Tenham implementado mecanismos destinados a uma gestão sã das operações técnicas do seu sistema, incluindo a instituição de medidas de emergência eficazes para fazer face aos riscos de perturbações do sistema;
- d) Tenham estabelecido normas e procedimentos transparentes e não discriminatórios, que permitam a execução eficiente das ordens de acordo com critérios objectivos, por forma a permitir aos participantes nos mercados obterem o melhor

preço neles disponível, tendo em conta o momento e a dimensão das suas posições. Estas normas e procedimentos ficarão sujeitos à aprovação prévia da autoridade competente do Estado-Membro de origem;

- e) Tenham adoptado medidas efectivas para promover a conclusão eficiente e atempada das transacções efectuadas no âmbito das suas normas e sistemas.

Artigo 37.º

Admissão de instrumentos financeiros à negociação

1. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que os mercados regulamentados estabelecem normas claras e transparentes relativamente à admissão de instrumentos financeiros à negociação. Exigirão que essas regras sejam aprovadas pela autoridade competente, tendo em conta todas as medidas de execução adoptadas em conformidade com o n.º 6.

Essas normas devem assegurar que os instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado tenham sido emitidos por forma a permitir a sua livre negociabilidade e a sua negociação em condições equitativas, ordenadas e eficientes.

2. No caso dos instrumentos derivados, essas normas devem garantir nomeadamente que a configuração do contrato permita uma formação de preços ordenada, quer a nível do instrumento derivado quer do mercado subjacente, bem como a existência de condições de liquidação eficazes.

3. Para além das obrigações previstas nos n.ºs 1 e 2, os Estados-Membros exigirão ao mercado regulamentado que estabeleça e mantenha mecanismos eficazes para verificar se os emitentes de valores mobiliários, cuja admissão à negociação esteja a ser apreciada, cumprem as obrigações que lhes incumbem por força do direito comunitário em matéria de publicação inicial, permanente e *ad hoc* de informações financeiras.

A autoridade competente assegurar-se-á de que o mercado regulamentado instituiu mecanismos que facilitem aos respectivos membros ou participantes o acesso às informações que tenham sido divulgadas nos termos do direito comunitário.

4. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que os mercados regulamentados tomaram as medidas necessárias para verificar regularmente se os instrumentos financeiros, que neles são admitidos à negociação, continuam a cumprir os requisitos de admissão.

5. Os Estados-Membros devem prever que, quando um valor mobiliário emitido no seu território tiver sido admitido à negociação num mercado regulamentado, pode ser subsequentemente admitido à negociação noutros mercados regulamentados, sem necessidade do consentimento do emitente. O mercado regulamentado informará o emitente desse facto. O emitente não ficará sujeito a qualquer obrigação directa de prestação de informações, prevista no n.º 3, relativamente a qualquer mercado regulamentado que tenha admitido os seus valores mobiliários à negociação sem o seu consentimento.

6. Com vista a assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1 a 5, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução que:

- a) Especifiquem as características das diferentes categorias de instrumentos que devem ser tidos em consideração pelo mercado regulamentado ao avaliar se um determinado instrumento foi emitido de forma coerente com as condições previstas no segundo parágrafo do n.º 1, relativamente à admissão à negociação nos diferentes segmentos do mercado que opera;
- b) Clarifiquem os mecanismos que o mercado regulamentado deve implementar para se poder considerar que deu cumprimento à sua obrigação de verificar se o emitente de um valor mobiliário cumpre todas as obrigações que lhe incumbem nos termos do direito comunitário em matéria de publicação inicial, permanente ou *ad hoc* de informações financeiras.

Artigo 38.º

Suspensão e retirada de instrumentos da negociação

1. Sem prejuízo do direito da autoridade competente, nos termos do n.º 1, alíneas j) e k), do artigo 46.º, de solicitar a suspensão ou retirada de um instrumento da negociação, o mercado regulamentado pode suspender ou retirar da negociação um instrumento que deixou de satisfazer as suas regras, a menos que tal medida seja susceptível de prejudicar os interesses dos investidores e o funcionamento ordenado do mercado.

Os Estados-Membros assegurarão que um mercado regulamentado que suspenda ou retire da negociação um instrumento financeiro torne pública a sua decisão, transmitindo à autoridade competente as informações relevantes. A autoridade competente deve informar desse facto as autoridades competentes dos demais Estados-Membros.

2. Uma autoridade competente, que solicite a suspensão ou a retirada da negociação de um instrumento financeiro em um ou mais mercados regulamentados, deve tornar de imediato pública essa sua decisão, informando desse facto as autoridades competentes dos demais Estados-Membros.

Artigo 39.º

Acesso ao mercado regulamentado

1. Os Estados-Membros exigirão aos mercados regulamentados que estabeleçam e mantenham regras transparentes, baseadas em critérios comerciais objectivos, que regulem o acesso ao próprio mercado ou à qualidade de membro. Essas regras devem especificar todas as obrigações aplicáveis aos membros ou participantes, decorrentes:

- a) Da constituição e administração do mercado regulamentado;

- b) Das regras relativas às transacções nesse mercado;

- c) Das normas profissionais impostas ao pessoal que opera no mercado e em associação com o mercado;

- d) Das normas e procedimentos para a compensação e liquidação das transacções concluídas no mercado regulamentado.

Os Estados-Membros assegurarão também que o mercado regulamentado estabeleça mecanismos eficazes, destinados a controlar o cumprimento permanente, por parte dos seus membros e participantes, destas normas.

2. Os Estados-Membros assegurarão que os mercados regulamentados reservem a qualidade de membro ou o acesso às contrapartes elegíveis referidas no n.º 3 do artigo 22.º

3. Os Estados-Membros assegurarão que as regras respeitantes ao acesso ao mercado regulamentado ou à aquisição da qualidade de membro prevejam a possibilidade de uma participação directa, indirecta ou à distância das empresas de investimento.

4. Os Estados-Membros autorizarão, sem qualquer requisito jurídico ou administrativo adicional, os mercados regulamentados de outros Estados-Membros a preverem mecanismos adequados no seu território, por forma a facilitar o acesso e a negociação nesses mercados por parte dos membros ou participantes à distância estabelecidos no seu território.

5. Os Estados-Membros exigirão aos mercados regulamentados que comuniquem regularmente à autoridade competente a lista dos seus membros e participantes.

Artigo 40.º

Controlo da negociação nos mercados regulamentados

1. Os Estados-Membros assegurarão que os mercados regulamentados estabeleçam e mantenham mecanismos e procedimentos eficazes para o controlo regular das transacções efectuadas pelos seus membros ou participantes no âmbito das suas normas e sistemas, para detectar quaisquer infracções a essas normas, condições de negociação irregulares ou comportamentos susceptíveis de envolver um abuso de mercado.

2. Os Estados-Membros exigirão aos mercados regulamentados que notifiquem à autoridade competente as infracções às respectivas regras ou às obrigações legais relacionadas com a integridade do mercado. Exigirão igualmente ao mercado regulamentado que forneça de imediato à autoridade competente as informações relevantes e que lhe preste uma assistência plena na investigação e na perseguição dos abusos de mercado verificados no próprio mercado regulamentado, ou através dos seus sistemas.

*Artigo 41.º***Requisitos de transparência pré-negociação aplicáveis aos mercados regulamentados**

1. Os Estados-Membros exigirão aos mercados regulamentados que tornem públicos os preços de compra e venda correntes, que são divulgados através dos seus sistemas para as acções admitidas à negociação. Exigirão que essas informações sejam disponibilizadas ao público em condições comerciais razoáveis e de forma contínua durante o horário normal de negociação.

Os Estados-Membros exigirão igualmente aos mercados regulamentados que tornem públicos, através das modalidades utilizadas para a divulgação das informações referidas no primeiro parágrafo, os preços firmes de compra e venda das acções que admitiu à negociação e que lhes são transmitidos pelas empresas de investimento em conformidade com o artigo 25.º

2. Os Estados-Membros assegurarão que a autoridade competente tenha a possibilidade de dispensar os mercados regulamentados da obrigação de tornar públicas as informações referidas no n.º 1, relativamente a transacções que tenham uma escala pouco habitual, quando comparadas com a dimensão normal do mercado para a acção ou tipo de acção em causa.

3. Com vista a assegurar uma aplicação uniforme dos n.ºs 1 e 2, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução no que diz respeito:

- a) Ao leque dos preços de compra e venda ou das cotações oferecidas pelos operadores de contrapartida («market-makers»), bem como à extensão dos interesses de negociação a estes preços, que devem ser tornados públicos;
- b) Aos tipos de ordens ou cotações dos operadores de contrapartida a divulgar;
- c) À dimensão ou ao tipo das transacções relativamente às quais a prestação de informações pré-negociação pode ser dispensada nos termos do n.º 2;
- d) À aplicabilidade dos n.ºs 1 e 2 aos métodos de negociação utilizados pelos mercados regulamentados que efectuam transacções no âmbito das suas normas, mas com referência a preços estabelecidos fora do âmbito das suas normas e sistemas, ou através de leilões periódicos;
- e) Às medidas adequadas para tornar a informação pública em termos comerciais razoáveis.

*Artigo 42.º***Requisitos de transparência pós-negociação aplicáveis aos mercados regulamentados**

1. Os Estados-Membros exigirão aos mercados regulamentados que tornem públicos o preço, o volume e o momento das transacções executadas no âmbito das suas regras e sistemas,

relativamente às acções que admitiram à negociação. Exigirão que sejam tornadas públicas informações pormenorizadas relativamente a todas essas transacções, em condições comerciais razoáveis, na medida do possível em tempo real.

Os Estados-Membros exigirão igualmente aos mercados regulamentados que publiquem, através dos mesmos meios que os utilizados para publicar as informações previstos no primeiro parágrafo, informações pormenorizadas relativamente às transacções em acções que tenham admitido à negociação e que lhes sejam notificadas pelas empresas de investimento de acordo com o artigo 26.º

2. Os Estados-Membros assegurarão que as autoridades competentes possam autorizar os mercados regulamentares a prever uma transmissão de informações diferida, relativamente às transacções que assumem uma escala pouco habitual, quando comparadas com a dimensão normal do mercado dessa acção ou desse tipo de acções. As autoridades competentes devem aprovar previamente as medidas propostas relativamente à publicação diferida de informações e assegurar que essas medidas sejam claramente divulgadas aos participantes no mercado e aos investidores.

3. Com vista a promover um funcionamento eficiente e ordenado dos mercados financeiros e para assegurar a aplicação uniforme dos n.ºs 1 e 2, a Comissão adoptará, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução no que diz respeito:

- a) Ao âmbito e conteúdo das informações a disponibilizar ao público;
- b) Às condições em que um mercado regulamentado pode permitir a transmissão diferida de informações relativas a transacções e às dimensões de transacção ou tipos de acções relativamente aos quais é permitida essa transmissão diferida de informações;
- c) Às medidas adequadas para tornar as informações públicas em condições comerciais razoáveis.

*Artigo 43.º***Disposições respeitantes aos mecanismos de compensação**

1. Os Estados-Membros assegurarão que os mercados regulamentados tenham o direito de estabelecer acordos adequados com uma contraparte central ou câmara de compensação de outro Estado-Membro com vista à novação ou compensação de uma parte ou da totalidade das transacções efectuadas pelos participantes do mercado, no âmbito das suas regras e sistemas.

2. A autoridade competente de um mercado regulamentado não pode opor-se à utilização de uma contraparte central ou câmara de compensação situada noutro Estado-Membro, a menos que possa demonstrar que essa oposição é necessária para preservar o funcionamento ordenado desse mercado.

Artigo 44.º**Lista de mercados regulamentados**

Cada Estado-Membro elaborará uma lista dos mercados regulamentados relativamente aos quais constitui o Estado-Membro de origem e transmiti-la-á aos demais Estados-Membros e à Comissão. Será feita uma comunicação semelhante relativamente a qualquer alteração verificada nessa lista. A Comissão publicará uma lista de todos os mercados regulamentados no *Jornal Oficial das Comunidades Europeias* e actualizará-la-á pelo menos uma vez por ano.

TÍTULO IV

AUTORIDADES COMPETENTES

CAPÍTULO I

DESIGNAÇÃO, PODERES, RECURSOS E VIAS DE RECURSO

Artigo 45.º**Designação da autoridade competente**

1. Cada Estado-Membro designará uma autoridade competente para desempenhar todas as funções previstas nas diferentes disposições da presente directiva. Informará a Comissão da identidade da autoridade competente responsável pelo exercício de cada uma destas funções, bem como de qualquer repartição das mesmas.

A Comissão publicará uma lista das autoridades competentes no *Jornal Oficial das Comunidades Europeias* e actualizará-la-á pelo menos uma vez por ano.

2. As autoridades competentes referidas no n.º 1 devem ser autoridades públicas, sem prejuízo da possibilidade da delegação de funções noutras entidades, quando tal seja expressamente previsto.

Essa delegação apenas poderá verificar-se quando existir uma estrutura claramente definida e documentada para o exercício de quaisquer funções que sejam objecto de delegação. Antes de proceder a essa delegação, as autoridades competentes assegurar-se-ão de que o organismo em quem são delegadas funções dispõe da capacidade e dos recursos necessários para assumir efectivamente todas as responsabilidades de que é incumbido e que adoptou as medidas necessárias para identificar claramente e evitar os possíveis efeitos negativos de quaisquer conflitos de interesses que surjam entre o exercício das funções que lhe são delegadas e quaisquer outros interesses próprios ou comerciais.

As autoridades competentes analisarão periodicamente a eficácia de tais medidas, sendo responsáveis, em última instância, por assegurar a aplicação das disposições adoptadas em conformidade com a presente directiva.

3. Se um Estado-Membro designar diversas autoridades competentes com vista à aplicação do disposto na presente directiva, os respectivos papéis serão claramente definidos e as diferentes autoridades cooperarão estreitamente entre si.

Cada Estado-Membro assegurará igualmente uma estreita colaboração entre as autoridades competentes para efeitos da presente directiva e as autoridades competentes responsáveis nesse mesmo Estado-Membro pela supervisão das instituições de crédito e outras instituições financeiras, bem como das empresas de seguros.

Os Estados-Membros assegurarão que estas autoridades troquem entre si quaisquer informações que sejam essenciais ou relevantes para o exercício das respectivas funções.

Artigo 46.º**Poderes a conferir às autoridades competentes**

1. Os Estados-Membros assegurarão que as autoridades competentes sejam dotadas de todos os poderes de supervisão, investigação e aplicação necessários para o exercício das respectivas funções. Exercerão esses poderes de acordo com a sua legislação nacional, quer de forma directa quer, se conveniente, em colaboração com outras autoridades, incluindo autoridades judiciais.

Os Estados-Membros assegurarão nomeadamente que as autoridades competentes estejam, no mínimo, habilitadas a:

- a) Ter acesso a qualquer documento, independentemente da forma que assuma;
- b) Solicitar informações adicionais de qualquer pessoa, empresa de investimento ou mercado regulamentado e, se necessário, convocar e ouvir uma pessoa com vista a obter informações;
- c) Efectuar verificações *in loco*;
- d) Exigir a consulta dos registos telefónicos e de transmissão de dados existentes;
- e) Exigir a cessação de uma prática que seja contrária às disposições estabelecidas em conformidade com a presente directiva;
- f) Exigir o congelamento e/ou a apreensão de activos;
- g) Exigir uma interdição temporária do exercício de uma actividade profissional;
- h) Exigir aos auditores das entidades autorizadas que lhes forneçam informações;
- i) Adoptar qualquer tipo de medida com o objectivo de garantir que as entidades autorizadas continuem a dar cumprimento aos diferentes requisitos legais;
- j) Solicitar a suspensão da negociação de um instrumento financeiro;
- k) Solicitar a retirada de um instrumento financeiro da negociação, quer num mercado regulamentado quer em outros sistemas de negociação;
- l) Solicitar decisões judiciais ou tomar quaisquer outras medidas para assegurar o exercício dos seus poderes regulamentares, administrativos e de investigação;

- m) Impor sanções administrativas;
- n) Intentar um processo penal ou remeter um processo para um tribunal criminal.

2. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que as autoridades competentes dispõem dos recursos adequados para o exercício das respectivas funções e que os seus funcionários respeitam normas profissionais e estão sujeitos a procedimentos e normas de conduta internos adequados, com vista a garantir, nomeadamente, a protecção dos dados pessoais, a equidade processual e o devido respeito das disposições em matéria de confidencialidade e sigilo.

Artigo 47.º

Sanções

1. Sem prejuízo dos procedimentos com vista à revogação de uma autorização ou do direito de os Estados-Membros imporem sanções penais, os Estados-Membros assegurarão, em conformidade com o respectivo direito nacional, que as autoridades competentes tomem medidas administrativas adequadas ou imponham sanções administrativas relativamente às pessoas responsáveis, caso as disposições adoptadas em conformidade com a presente directiva não tenham sido cumpridas. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que estas medidas são eficazes, proporcionadas e dissuasivas.

2. Os Estados-Membros determinarão as sanções a ser aplicadas pela ausência de cooperação numa investigação.

3. Os Estados-Membros assegurarão que a autoridade competente possa tornar pública qualquer medida ou sanção que seja imposta em virtude da infracção das disposições adoptadas em conformidade com a presente directiva, a menos que essa publicação ponha em risco os mercados financeiros ou cause danos injustificados às partes envolvidas.

Artigo 48.º

Direito de recurso

1. Os Estados-Membros assegurarão que as decisões tomadas nos termos das disposições legislativas, regulamentares e administrativas adoptadas em conformidade com a presente directiva sejam devidamente fundamentadas e delas caiba recurso para os tribunais. O mesmo é aplicável no caso de, relativamente a um pedido de autorização acompanhado de todos os elementos exigidos, não ter sido tomada uma decisão no prazo de seis meses a contar da data em que foi apresentado.

2. No que diz respeito ao direito de recurso referido no n.º 1, os Estados-Membros assegurarão que um ou mais dos seguintes organismos, tal como definido pela lei nacional, possa, no interesse dos consumidores e de acordo com essa lei, intentar uma acção perante a autoridade competente ou perante os tribunais:

- a) Organismos públicos ou os seus representantes;
- b) Organizações de consumidores com um interesse legítimo na protecção dos consumidores;

- c) Organizações profissionais com um interesse legítimo na protecção dos seus membros.

Artigo 49.º

Mecanismos extrajudiciais para a apresentação de queixas dos investidores

1. Os Estados-Membros instituirão procedimentos eficientes e eficazes para a apresentação de queixas e recursos, com vista à resolução extrajudicial dos litígios de consumo respeitantes à prestação de serviços de investimento e de serviços auxiliares por parte das empresas de investimento, utilizando para esse fim os organismos já existentes, se tal for conveniente.

2. Os Estados-Membros assegurar-se-ão de que estes organismos não são impedidos, por disposições regulamentares ou jurídicas, de cooperar efectivamente na resolução dos litígios transfronteiras.

Artigo 50.º

Sigilo profissional

1. Os Estados-Membros assegurarão que todas as pessoas que trabalhem, ou tenham trabalhado para as autoridades competentes ou para os organismos em quem estas tenham delegado funções nos termos do n.º 2 do artigo 45.º, bem com os revisores de contas ou os peritos mandatados pelas autoridades competentes, estejam obrigados ao sigilo profissional. Nenhuma das informações confidenciais recebidas no exercício das suas funções pode ser divulgada a qualquer pessoa ou autoridade, excepto sob forma resumida ou agregada, que impeça a identificação das empresas individuais de investimento, e ressalvados os casos abrangidos pelo direito penal.

2. Quando uma empresa de investimento tiver sido declarada falida ou esteja a ser liquidada compulsivamente, as informações confidenciais, que não se refiram a terceiros envolvidos em tentativas de recuperação dessa empresa de investimento, podem ser divulgadas em processos de direito civil ou comercial.

Artigo 51.º

Relações com os revisores de contas

1. Os Estados-Membros assegurarão que, no mínimo, qualquer pessoa autorizada na acepção da Directiva 84/253/CEE ⁽¹⁾ do Conselho, que exerça numa empresa de investimento as funções descritas no artigo 51.º da Directiva 78/660/CEE ⁽²⁾ do Conselho, no artigo 37.º da Directiva 83/349/CEE ou no artigo 31.º da Directiva 85/611/CEE, ou qualquer outra função prevista na lei, tenha o dever de notificar imediatamente à autoridade competente qualquer facto ou decisão respeitante a essa empresa da qual tenha tido conhecimento no exercício das suas funções e que sejam susceptíveis de:

- a) Constituir uma infracção grave das disposições legislativas, regulamentares ou administrativas que estabelecem as condições que regem a autorização ou que regem especificamente o exercício das actividades das empresas de investimento;

⁽¹⁾ JO L 126 de 12.5.1985, p. 20.

⁽²⁾ JO L 222 de 14.8.1978, p. 11.

b) Afectar a continuidade do funcionamento da empresa de investimento;

c) Conduzir a uma recusa de certificação de contas ou à expressão de reservas;

Essa pessoa terá igualmente o dever de notificar quaisquer factos e decisões de que tome conhecimento no exercício de uma das funções descritas no primeiro parágrafo numa empresa que tenha relações estreitas, resultantes de uma relação de controlo, com a empresa de investimento junto da qual exerce as referidas funções.

2. A divulgação, de boa fé, às autoridades competentes, por parte das pessoas autorizadas na acepção da Directiva 84/253/CEE, de qualquer facto ou decisão a que se refere o n.º 1, não constituirá uma infracção relativamente a qualquer restrição, contratual ou legal, à divulgação de informações, não incorrendo a pessoa em causa em nenhum tipo de responsabilidade.

CAPÍTULO II

COOPERAÇÃO ENTRE AUTORIDADES COMPETENTES DE ESTADOS-MEMBROS DIFERENTES

Artigo 52.º

Obrigação de cooperação

1. As autoridades competentes de diferentes Estados-Membros cooperarão entre si sempre que necessário para efeitos de exercício das respectivas funções, tal como previstas na presente directiva, utilizando os seus poderes tal como estabelecidos na presente directiva ou na legislação nacional.

As autoridades competentes prestarão assistência às autoridades competentes dos demais Estados-Membros, nomeadamente através do intercâmbio de informações e da cooperação nas operações de investigação.

2. Os Estados-Membros adoptarão as medidas administrativas e de carácter organizativo necessárias para facilitar a prestação da assistência prevista no n.º 1.

As autoridades competentes terão a possibilidade de utilizar os respectivos poderes para efeitos de cooperação, mesmo nos casos em que o comportamento a ser investigado não constitua uma infracção a qualquer disposição regulamentar em vigor nesse Estado-Membro.

3. Sempre que uma autoridade competente esteja convicta de que estão a ser ou foram perpetradas, no território de outro Estado-Membro, acções contrárias ao disposto na presente directiva, por entidades não sujeitas à sua supervisão, notificará este facto de forma tão específica quanto possível à autoridade competente do outro Estado-Membro. A autoridade competente deste último Estado-Membro tomará as medidas adequadas. Informará a autoridade competente que lhe fez a notificação do resultado dessas medidas e, tanto quanto possível, da evolução verificada entretanto, se relevante.

Artigo 53.º

Cooperação nas investigações

1. A autoridade competente de um Estado-Membro pode solicitar a cooperação da autoridade competente de outro Estado-Membro para uma verificação *in loco* ou para efectuar uma investigação.

As autoridades que são objecto desses pedidos devem, no âmbito da sua competência, agir, de uma das seguinte formas:

- a) Efectuar elas próprias as verificações;
- b) Autorizar as autoridades que as solicitaram a efectuá-las; ou
- c) Autorizar revisores de contas ou outros peritos a fazê-lo.

2. Uma autoridade competente, quando solicitada, apenas pode recusar-se a agir na sequência de um pedido de cooperação para efectuar uma investigação, nos termos do previsto no n.º 1, se e só se:

- a) Essa investigação for susceptível de ter efeitos negativos sobre a soberania, a segurança ou o interesse público do Estado em causa;
- b) Tiverem já sido intentadas acções judiciais relativamente aos mesmos actos e às mesmas pessoas perante as autoridades do Estado em questão;
- c) Se foi já tomada uma decisão transitada em julgado, no Estado em questão, relativamente a essas mesmas pessoas e aos mesmos actos.

Caso se verifique essa recusa, a autoridade competente notificará desse facto a autoridade competente requerente, fornecendo-lhe informações tão pormenorizadas quanto possível.

Artigo 54.º

Intercâmbio de informações

1. As autoridades competentes dos Estados-Membros procederão de imediato à transmissão mútua das informações solicitadas com vista ao exercício das suas funções, tal como especificadas nas disposições adoptadas em conformidade com a presente directiva.

O artigo 50.º não impede as autoridades competentes de trocarem informações nos termos da presente directiva.

As autoridades competentes que transmitem informações indicarão quais as informações, ou que parte dessas informações, fornecidas nesse âmbito, que devem ser consideradas confidenciais e por conseguinte abrangidas pelo sigilo profissional.

A Comissão pode adoptar, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 59.º, medidas de execução relativas ao procedimento seguir a com vista ao intercâmbio de informações.

2. As autoridades competentes que recebam informações confidenciais nos termos do n.º 1 do presente artigo ou dos artigos 51.º e 58.º, apenas podem utilizá-las no exercício das suas funções:

- a) Para verificar se as condições que regem o acesso à actividade das empresas de investimento se encontram satisfeitas e para permitir o controlo, numa base consolidada ou não, do exercício dessas actividades, em especial no que diz respeito aos requisitos de adequação de fundos próprios impostos pela Directiva 93/6/CEE, aos procedimentos administrativos e contabilísticos e aos mecanismos de controlo interno;
- b) Para controlar o devido funcionamento das infra-estruturas de negociação;
- c) Para impor sanções;
- d) Em recursos administrativos contra decisões tomadas pelas autoridades competentes; ou
- e) Em processos judiciais intentados nos termos do artigo 48.º

Todavia, se uma autoridade competente que transmite uma informação o permitir, a autoridade que recebe essa informação pode utilizá-la para outros fins.

3. Os n.ºs 1 e 2 do presente artigo e o artigo 50.º não impedem a prestação de informações aos organismos que gerem sistemas de compensação, quando tal seja imprescindível para o desempenho das suas funções, nem o intercâmbio de informações necessárias ao exercício das funções de supervisão:

- a) No interior de um Estado-Membro ou entre Estados-Membros, entre autoridades competentes e
 - i) Organismos responsáveis pela liquidação e falência de empresas de investimento ou outros processos semelhantes; e
 - ii) Pessoas responsáveis por exercer a revisão oficial de contas das empresas de investimento e outras instituições financeiras e empresas de seguros;
- b) Entre autoridades competentes e as autoridades ou organismos de outros Estados-Membros responsáveis pela supervisão das instituições de crédito, outras instituições financeiras e empresas de seguros.

Essas informações estarão sujeitas às condições de sigilo profissional previstas no artigo 50.º

4. Sem prejuízo do disposto nos n.ºs 1 e 2 do presente artigo e nos artigos 50.º e 58.º, os Estados-Membros podem autorizar o intercâmbio de informações entre as autoridades competentes e:

- a) As autoridades responsáveis pela supervisão dos organismos envolvidos na liquidação e falência de empresas de investimento ou outros processos semelhantes;

- b) As autoridades responsáveis pela supervisão das pessoas encarregadas de efectuar a revisão oficial das contas das empresas de seguros, instituições de crédito, empresas de investimento e outras instituições financeiras.

Os Estados-Membros que utilizem a opção prevista no primeiro parágrafo exigirão que sejam satisfeitas pelo menos as seguintes condições:

- a) As informações terão de ser utilizadas para o exercício das funções de supervisão referidas no primeiro parágrafo;
- b) As informações recebidas neste contexto ficarão sujeitas às condições de sigilo profissional previstas no artigo 50.º;
- c) Caso as informações tenham origem noutro Estado-Membro, não podem ser divulgadas sem o consentimento expresso das autoridades competentes que as comunicaram e, se for caso disso, apenas para os fins para os quais essas autoridades deram o seu acordo.

Os Estados-Membros comunicarão à Comissão e aos demais Estados-Membros as denominações das autoridades que podem receber informações em conformidade com o presente número.

5. Sem prejuízo dos n.ºs 1 e 2 do presente artigo e dos artigos 50.º e 58.º, os Estados-Membros podem, com o objectivo de reforçar a estabilidade e a integridade do sistema financeiro, autorizar o intercâmbio de informações entre as autoridades competentes e as autoridades ou organismos responsáveis, nos termos da lei, pela detecção e investigação das infracções ao direito das sociedades.

Os Estados-Membros que utilizarem a opção prevista no primeiro parágrafo exigirão que sejam satisfeitas pelo menos as seguintes condições:

- a) As informações terão de ser utilizadas para o exercício das funções referidas no primeiro parágrafo;
- b) As informações recebidas neste contexto ficarão sujeitas às condições de sigilo profissional previstas no artigo 50.º;
- c) Caso as informações tenham origem noutro Estado-Membro, não podem ser divulgadas sem o consentimento expresso das autoridades competentes que as comunicaram e, se for caso disso, apenas para os fins relativamente aos quais essas autoridades deram o seu acordo.

Se, num Estado-Membro, as autoridades ou organismos referidos no primeiro parágrafo exercem as suas tarefas de detecção ou investigação com o contributo, em virtude da sua competência específica, de pessoas designadas para esse fim e não empregadas no sector público, a possibilidade de intercâmbio de informações prevista no primeiro parágrafo poderá alargar-se a essas pessoas, dentro das condições estabelecidas no segundo parágrafo.

Nos casos referidos no ponto c) do segundo parágrafo, as autoridades ou organismos referidos no primeiro parágrafo comunicarão às autoridades competentes que comunicaram a informação os nomes e responsabilidades específicas das pessoas a quem estas serão enviadas.

Os Estados-Membros comunicarão à Comissão e aos restantes Estados-Membros as denominações das autoridades ou organismos que podem receber informações ao abrigo do presente número.

6. O disposto no presente artigo e nos artigos 50.^o e 58.^o não obsta a que a autoridade competente transmita aos bancos centrais, ao Sistema Europeu de Bancos Centrais e ao Banco Central Europeu, na sua qualidade de autoridades monetárias e, se for caso disso, a outras autoridades públicas responsáveis pela supervisão dos sistemas de pagamento, as informações necessárias ao desempenho das suas funções.

Não obsta também a que essas autoridades ou organismos transmitam às autoridades competentes as mesmas informações, se delas necessitarem para efeitos do n.^o 3. As informações recebidas neste contexto ficam sujeitas às condições de sigilo profissional previstas no artigo 50.^o

7. O presente artigo e os artigos 50.^o e 58.^o não obstam a que a autoridade competente transmita informações a uma câmara de compensação ou outro organismo semelhante, reconhecido nos termos do direito nacional para a prestação de serviços de compensação ou liquidação nos mercados de um Estado-Membro, se a autoridade competente considerar que é necessário transmitir essas informações para assegurar o funcionamento regular desses organismos em relação a qualquer incumprimento ou incumprimento potencial por parte dos participantes nos mercados.

As informações recebidas ficam sujeitas às condições de sigilo profissional previstas no artigo 50.^o. Os Estados-Membros assegurarão, todavia, que as informações recebidas nos termos do n.^o 1 não possam ser divulgadas nas circunstâncias referidas neste número sem o consentimento expresso da autoridade competente que as forneceu.

8. Além disso, e sem prejuízo do disposto nos n.^{os} 1 e 2 e nos artigos 50.^o e 58.^o, os Estados-Membros podem autorizar, nos termos das disposições legais, a divulgação de certas informações a outros serviços das respectivas administrações centrais, responsáveis pela legislação relativa à supervisão das instituições de crédito, instituições financeiras, empresas de investimento e empresas de seguros, bem como aos inspectores mandatados por esses departamentos.

Contudo, essa divulgação de informações apenas poderá ser feita quando tal se revelar imprescindível por motivos de supervisão prudencial.

9. O presente artigo e o artigo 50.^o não obstam a que a autoridade competente transmita informações a qualquer organismo ou organismos em quem tenha delegado funções caso o considerem necessário para assegurar o bom desempenho das mesmas funções.

As informações recebidas ficarão sujeitas às condições de sigilo profissional previstas no artigo 50.^o. Os Estados-Membros assegurarão, todavia, que as informações recebidas, ao abrigo do n.^o 1, de autoridades competentes de outros Estados-Membros não possam ser divulgadas nas circunstâncias referidas neste número sem o consentimento expresso das autoridades competentes que as comunicaram.

Artigo 55.^o

Consulta prévia entre autoridades com vista a uma autorização suplementar

1. A autoridade competente do outro Estado-Membro envolvido será consultada previamente à concessão de uma autorização de uma empresa de investimento que seja:

- a) Uma filial de uma instituição de crédito ou empresa de seguros autorizada na Comunidade;
- b) Uma filial da empresa-mãe de uma instituição de crédito ou empresa de seguros autorizada na Comunidade;
- c) Controlada pela mesma pessoa, singular ou colectiva, que controla uma instituição de crédito ou seguradora autorizada na Comunidade.

2. A autoridade do Estado-Membro responsável pela supervisão das instituições de crédito ou empresas de seguros será consultada previamente à concessão de uma autorização a uma empresa de investimento que seja:

- a) Uma filial de uma instituição de crédito ou empresa de seguros autorizada na Comunidade;
- b) uma filial da empresa-mãe de uma instituição de crédito ou empresa de seguros autorizada na Comunidade;
- c) controlada pela mesma pessoa, singular ou colectiva, que controla uma instituição de crédito ou seguradora autorizada na Comunidade.

3. As autoridades competentes relevantes referidas nos n.^{os} 1 e 2 devem, nomeadamente, consultar-se reciprocamente ao avaliar a adequação dos accionistas, bem como a reputação e a experiência dos dirigentes envolvidos na gestão de outra entidade do mesmo grupo. Trocarão entre si quaisquer informações respeitantes à adequação dos accionistas e à reputação e experiência dos dirigentes, que sejam relevantes para outras autoridades competentes envolvidas, com vista à concessão de uma autorização e para efeitos de avaliação contínua do respeito das condições de exercício da actividade.

Artigo 56.^o

Poderes dos Estados-Membros de acolhimento

1. Os Estados-Membros de acolhimento podem, para fins estatísticos, exigir a todas as empresas de investimento com sucursais localizadas no respectivo território que lhes transmitam periodicamente informações sobre as actividades dessas sucursais.

2. No exercício das responsabilidades que lhes incumbem por força da presente directiva, os Estados-Membros de acolhimento podem exigir às sucursais das empresas de investimento que lhes forneçam as informações necessárias para verificarem se cumprem as normas estabelecidas pelo Estado-Membro de acolhimento e que lhes são aplicáveis. Esses requisitos não podem ser mais rigorosos do que os impostos pelo mesmo Estado-Membro às empresas nele estabelecidas para o controlo do seu cumprimento das mesmas normas.

Artigo 57.º

Poderes cautelares dos Estados-Membros de acolhimento

1. Se a autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento tiver motivos claros e demonstráveis para crer que uma empresa de investimento, que opera no seu território no âmbito da livre prestação de serviços, infringe as obrigações decorrentes das disposições adoptadas em conformidade com a presente directiva, notificará desse facto a autoridade competente do Estado-Membro de origem.

2. Se, apesar das medidas tomadas pela autoridade competente do Estado-Membro de origem ou em virtude do carácter inadequado dessas medidas, a empresa de investimento continuar a agir de forma claramente prejudicial aos interesses dos investidores do país de acolhimento ou ao funcionamento regular dos mercados, a autoridade competente do Estado-Membro de acolhimento, após ter informado a autoridade competente do Estado-Membro de origem, adoptará as medidas adequadas que se revelem necessárias para proteger os investidores e o bom funcionamento dos mercados. A Comissão será informada dessas medidas sem demora.

Artigo 58.º

Intercâmbio de informações com países terceiros

1. Os Estados-Membros apenas podem celebrar acordos de cooperação que prevejam o intercâmbio de informações com as autoridades competentes de países terceiros ou com autoridades ou organismos de países terceiros com responsabilidades análogas às dos organismos referidos nos pontos i) e ii) do n.º 3, da alínea a), do artigo 54.º e nos pontos a) e b) do n.º 4, primeiro parágrafo, do artigo 54.º, se as informações comunicadas beneficiarem de garantias de sigilo profissional pelo menos equivalentes às referidas no artigo 50.º. Esse intercâmbio de informações deve ter por objectivo o exercício das funções de supervisão das autoridades ou organismos mencionados.

2. Caso as informações tenham origem noutra Estado-Membro, não podem ser divulgadas sem o consentimento expresso das autoridades competentes que as comunicaram e, se for caso disso, apenas para os fins para os quais essas autoridades deram o seu acordo.

TÍTULO V

DISPOSIÇÕES FINAIS

Artigo 59.º

1. A Comissão será assistida pelo Comité Europeu dos Valores Mobiliários instituído pela Decisão 2001/528/CE⁽¹⁾ (adiante designado por «Comité»).

2. Sempre que for feita uma referência ao presente número, aplicar-se-ão os artigos 5.º e 7.º da Decisão 1999/468/CE, tendo em conta o disposto no seu artigo 8.º, desde que as medidas de execução adoptadas em conformidade com este procedimento não alterem as disposições essenciais da presente directiva.

O período previsto no n.º 6 do artigo 5.º da Decisão 1999/468/CE é fixado em três meses.

3. Sem prejuízo das medidas de execução já adoptadas, decorrido um período de quatro anos após a entrada em vigor da presente directiva, a aplicação das suas disposições que exigem a adopção de normas técnicas e decisões nos termos do n.º 2 será suspensa. Mediante proposta da Comissão, o Parlamento Europeu e o Conselho podem prorrogar a vigência das disposições envolvidas, nos termos do procedimento previsto no artigo 251.º do Tratado, e, para esse fim, efectuarão a sua revisão antes de decorrido o período acima referido.

Artigo 60.º

Relatórios e revisão

1. O mais tardar em [31 de Dezembro de 2008, quatro anos após a entrada em vigor da presente directiva], a Comissão, com base numa consulta pública e à luz do debate realizado com as autoridades competentes, apresentará um relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a possível extensão do âmbito das disposições da presente directiva relativas às obrigações de transparência pré e pós-negociação previstas na presente directiva às transacções noutras categorias de instrumentos financeiros para além das acções.

Com base nesse relatório, a Comissão pode apresentar propostas de alteração à presente directiva nesse domínio.

2. O mais tardar [em 31 de Dezembro de 2006, dois anos após a entrada em vigor da presente directiva] a Comissão, com base numa consulta pública e à luz do debate realizado com as autoridades competentes, apresentará um relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre:

- a) A conveniência de manter a isenção prevista no ponto i) do n.º 1 do artigo 2.º da presente directiva relativamente às empresas cuja actividade principal consiste em negociar por conta própria em instrumentos derivados sobre mercadorias;
- b) o conteúdo e a forma dos requisitos proporcionados para a autorização e supervisão dessas empresas como empresas de investimento, na acepção da presente directiva.

Com base nesse relatório, a Comissão poderá apresentar propostas de alteração à presente directiva nesse domínio.

⁽¹⁾ JO L 191 de 13.7.2001, p. 45.

Artigo 61.º**Alteração da Directiva 85/611/CEE**

No artigo 5.º da Directiva 85/611/CEE, o n.º 4 passa a ter a seguinte redacção:

«4. O n.º 2 do artigo 2.º, bem como os artigos 11.º, 12.º, 17.º e 18.º da Directiva [...] do Parlamento Europeu e do Conselho (*) aplicam-se à prestação de serviços referida no n.º 3 do presente artigo por parte das sociedades gestoras.

(*) JO L [...]

Artigo 62.º**Alteração da Directiva 93/6/CEE**

Na Directiva 93/6/CEE, o n.º 2 do artigo 2.º passa a ter a seguinte redacção:

«2. Empresa de investimento: qualquer instituição que seja autorizada a prestar serviços de investimento em conformidade com a Directiva [...] do Parlamento Europeu e do Conselho (*), com excepção das:

- a) Instituições de crédito;
- b) Empresas locais;
- c) Empresas que se limitam a receber e transmitir ordens de investidores sem deterem fundos ou valores mobiliários pertencentes aos seus clientes e que, por esse motivo, não podem em momento algum encontrar-se numa posição devedora relativamente a esses clientes;
- d) Empresas de investimento que estão autorizadas a prestar exclusivamente o serviço de consultoria de investimento.

(*) JO L [...]

Artigo 63.º**Alteração da Directiva 2000/12/CE**

O Anexo I da Directiva 2000/12/CE é alterado da seguinte forma:

a) Ao ponto 7, é aditado o seguinte ponto:

«f) instrumentos, derivados sobre mercadorias».

b) É aditado o seguinte ponto:

«15. a operação de um sistema de negociação multilateral (Multilateral Trading Facility — MTF)»

Artigo 64.º**Revogação da Directiva 93/22/CEE**

A Directiva 93/22/CEE é revogada a partir da data de aplicação estabelecida no artigo 65.º

Todas as referências à Directiva 93/22/CEE serão entendidas como referências à presente directiva.

Artigo 65.º**Transposição**

Os Estados-Membros porão em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para darem cumprimento à presente directiva até 30 de Junho de 2006 [18 meses após a sua entrada em vigor]. Desse facto informarão de imediato a Comissão.

Os Estados-Membros aplicarão estas disposições a partir de 1 de Julho de 2006.

Sempre que os Estados-Membros adoptarem essas disposições, estas incluirão uma referência à presente directiva ou serão acompanhadas dessa referência aquando da sua publicação oficial. As modalidades dessa referência serão adoptadas pelos Estados-Membros.

Artigo 66.º**Entrada em vigor**

A presente directiva entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação no *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*.

Artigo 67.º**Destinatários**

Os Estados-Membros são os destinatários da presente directiva.

ANEXO I

LISTA DE SERVIÇOS E INSTRUMENTOS FINANCEIROS

SECÇÃO A

Serviços de investimento

1. Recepção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros.
2. Execução de ordens por conta de clientes.
3. Negociação por conta própria.
4. Gestão de carteiras no âmbito de um mandato conferido pelos clientes, numa base discricionária e individualizada sempre que essas carteiras incluam um ou mais instrumentos financeiros.
5. Consultoria de investimento.
6. a) Subscrição e colocação de instrumentos financeiros com base num compromisso firme;
b) Colocação sem um compromisso firme, ou outras actividades exercidas com base num acordo com o emitente do instrumento, para promover a distribuição ou a subscrição de ofertas públicas ou privadas de instrumentos financeiros.
7. Operação de Sistemas de Negociação Multilateral.

SECÇÃO B

Serviços auxiliares

1. Custódia e administração de instrumentos financeiros por conta de clientes, incluindo a guarda e serviços conexos como por exemplo a gestão de numerário/garantias.
2. Concessão de créditos ou de empréstimos a investidores para lhes permitir efectuar transacções sobre um ou mais instrumentos financeiros, se a empresa que concede o crédito ou o empréstimo intervém na transacção.
3. Consultoria a empresas em matéria de estrutura do capital, estratégia sectorial e questões conexas e consultoria e serviços relacionados com a fusão e aquisição de empresas.
4. Serviços cambiais, caso estejam relacionados com a prestação de serviços de investimento.
5. Prospecção de investimento e análise financeira ou outras formas de consultoria geral relacionada com transacções de instrumentos financeiros.

SECÇÃO C

Instrumentos financeiros

1. Valores mobiliários.
 2. Instrumentos do mercado monetário.
 3. Unidades de participação em organismos de investimento colectivo.
 4. Opções e contratos de futuros relativos a valores mobiliários, moedas, taxas de juro ou de rendimento, mercadorias ou outros instrumentos derivados, índices ou indicadores.
 5. *Swaps* de taxas de juro, de divisas ou relativos a um índice sobre acções (*equity swaps*).
 6. Contratos a prazo e outros contratos derivados que dêem origem a uma liquidação em dinheiro determinada por referência a preços de valores mobiliários, taxas de juro ou de rendimento, taxas de câmbio, mercadorias ou outros índices ou indicadores.
 7. Contratos de diferenças (*contracts for differences*) ou outros instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito.
-

ANEXO II

CLIENTES PROFISSIONAIS PARA EFEITOS DA PRESENTE DIRECTIVA**I. Categorias de clientes que são considerados profissionais**

Consideram-se como profissionais, em relação a todos os serviços de investimento e instrumentos, para efeitos da presente directiva:

1. As entidades que necessitam de ser autorizadas ou regulamentadas para operar nos mercados financeiros. A lista seguinte deve ser considerada como incluindo todas as entidades autorizadas que exercem as actividades características das entidades mencionadas: entidades autorizadas por um Estado-Membro ao abrigo de uma directiva comunitária, entidades autorizadas ou regulamentadas por um Estado-Membro sem referência a uma directiva comunitária e entidades autorizadas ou regulamentadas de um país terceiro:

- a) Instituições de crédito
- b) Empresas de investimento
- c) Outras instituições financeiras autorizadas ou regulamentadas
- d) Empresas de seguros
- e) Organismos de investimento colectivo e sociedades gestoras desses organismos
- f) Fundos de pensões e sociedades gestoras desses fundos
- g) Entidades que negociam em mercadorias.

2. Grandes empresas e outros investidores institucionais:

a) Grandes sociedades que satisfaçam dois dos seguintes critérios de dimensão a nível individual:

- Total do balanço: 20 000 000 de euros
- Volume de negócios líquido: 40 000 000 de euros
- Fundos próprios: 2 000 000 de euros

b) Outros investidores institucionais cujo objecto social consista em investir em instrumentos financeiros.

3. Governos nacionais e regionais, bancos centrais, instituições internacionais e supranacionais como o Banco Mundial, o FMI, o BCE, o BEI e outras organizações internacionais semelhantes.

As entidades acima referidas consideram-se profissionais. Devem todavia ser autorizadas a requerer um tratamento como não profissionais e as empresas de investimento podem acordar em proporcionar-lhes um nível de protecção mais elevado. Quando o cliente de uma empresa de investimento for uma sociedade, nos termos do referido anteriormente, a empresa de investimento deve informá-la previamente à prestação de qualquer serviço de que, com base nas informações de que dispõe, presume tratar-se de um cliente profissional, e que será tratado como tal, salvo em caso de convenção em contrário. A empresa deve também informar o cliente de que pode exigir uma alteração das condições do acordo para beneficiar de um nível de protecção mais elevado.

Compete ao cliente, caso seja considerado como profissional, solicitar um nível de protecção mais elevado quando se julgar incapaz de avaliar ou gerir devidamente os riscos envolvidos.

Este nível de protecção mais elevado será fornecido quando um cliente, considerado como profissional, celebra um acordo por escrito com a empresa de investimento com o objectivo de não ser tratado como profissional para efeitos da normas de conduta aplicáveis. Esse acordo deverá especificar se se aplica a um ou mais serviços ou transacções específicos, ou a um ou mais tipos de produtos ou transacções.

II. Clientes que podem ser tratados como profissionais mediante pedido**1. Critérios de identificação**

Os clientes, para além dos referidos na Secção I, incluindo os organismos do sector público e particulares investidores, podem também ser autorizados a dispensar algumas das protecções proporcionadas pelas regras de conduta das empresas.

Deste modo, as empresas de investimento devem ser autorizadas a tratar qualquer dos clientes referidos como clientes profissionais, desde que estejam preenchidos os critérios relevantes e sejam observados os procedimentos referidos a seguir. Contudo não se deve presumir que estes clientes possuem conhecimentos e experiência do mercado comparáveis aos das categorias enumeradas na Secção I.

Qualquer dispensa da protecção proporcionada pelo regime geral das regras de conduta só será considerada válida caso uma avaliação adequada da capacidade técnica, experiência e conhecimentos do cliente, realizada pela empresa de investimento dê garantias razoáveis de que o cliente tem capacidade para tomar as suas próprias decisões de investimento e para compreender os riscos incorridos, tendo em conta a natureza das operações ou serviços em causa.

O critério da idoneidade dos gestores e administradores de entidades autorizadas ao abrigo das directivas comunitárias no domínio financeiro pode ser considerado como um exemplo da avaliação da capacidade técnica e conhecimentos.

No caso de pequenas entidades a pessoa sujeita à avaliação referida deve ser a pessoa autorizada a realizar as operações em nome da entidade.

Para efeitos da referida avaliação, devem ser observados pelo menos dois dos seguintes critérios:

- O cliente efectuou transacções com um volume significativo no mercado relevante, com uma frequência média de 10 transacções por trimestre durante os últimos quatro trimestres;
- A dimensão da carteira de instrumentos financeiros do cliente, incluindo depósitos em numerário e instrumentos financeiros, excede 0,5 milhões de euros;
- O cliente trabalha ou trabalhou no sector financeiro durante pelo menos um ano a título profissional, num cargo que lhe exige conhecimento das transacções ou serviços pretendidos.

2. Procedimento

Os clientes acima definidos apenas podem ser dispensados do benefício das normas de conduta pormenorizadas se tiver sido seguido o seguinte procedimento:

- Devem manifestar por escrito à empresa de investimento que pretendem ser tratados como cliente profissional, quer de um modo geral quer relativamente a um serviço, transacção ou tipo de transacção ou produto específicos;
- A empresa de investimento deve fornecer-lhes uma advertência clara por escrito relativamente às protecções e direitos de indemnização do investidor que podem perder;
- Devem manifestar por escrito, num documento distinto do contrato, que estão conscientes das consequências da perda dessas protecções.

Antes de decidir aceitar qualquer pedido de dispensa, as empresas de investimento devem tomar todas as medidas razoáveis para assegurar que o cliente que solicita ser tratado com cliente profissional satisfaz as condições relevantes tal como enunciadas na Secção II.1.

Todavia, se os clientes já foram classificados como profissionais de acordo com parâmetros e procedimentos semelhantes aos acima referidos, as suas relações com as empresas de investimento não devem ser afectadas por quaisquer novas regras adoptadas em conformidade com o presente anexo.

As empresas devem adoptar políticas e procedimentos internos adequados, por escrito, para classificar os clientes.

Os clientes profissionais são responsáveis por manter a empresa informada de qualquer alteração que possa afectar a sua actual classificação. Se a empresa de investimento tiver conhecimento de que o cliente deixou de satisfazer as condições iniciais, que o tornavam elegível para um tratamento como profissional, deve tomar medidas adequadas.