



COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS

Bruxelas, 14.11.2000  
COM(2000) 722 final

**COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO**

**A APLICAÇÃO DAS NORMAS DE CONDUTA NOS TERMOS DO ARTIGO 11º DA  
DIRECTIVA RELATIVA AOS SERVIÇOS DE INVESTIMENTO (93/22/CEE))**

## COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO

### A APLICAÇÃO DAS NORMAS DE CONDUTA NOS TERMOS DO ARTIGO 11º DA DIRECTIVA RELATIVA AOS SERVIÇOS DE INVESTIMENTO (93/22/CEE)

#### - SÍNTESE-

A existência de mercados financeiros integrados e eficientes a nível da UE é de primordial importância quer para o bom funcionamento da economia europeia no seu conjunto quer, de modo particular, para se efectuar a transição para uma economia baseada no conhecimento. Uma das prioridades identificadas pelos Chefes de Estado e de Governo em Lisboa consistia em "facilitar a participação bem sucedida de todos os investidores num mercado integrado". A presente Comunicação pretende contribuir para a prossecução desse objectivo. O Plano de Acção para os serviços financeiros identifica uma barreira susceptível de se opor a essa participação, que consiste na incerteza quanto à forma exacta de implementar, na prática, as disposições do artigo 11º da Directiva relativa aos Serviços de Investimento<sup>1</sup>. A presente Comunicação é emitida no contexto, mais genérico, do exercício alargado de consulta sobre a configuração das possíveis alterações formais a introduzir na DSI<sup>2</sup>.

O contexto em que é aplicada esta disposição tem sofrido alterações profundas nos últimos anos:

- Surgiram novos tipos de investidores nos mercados de valores mobiliários.
- As empresas de investimento estão a desenvolver novas tecnologias para fazer face ao crescente interesse e procura suscitados por um mais vasto leque de produtos de investimento.
- A Directiva relativa a certos aspectos legais do comércio electrónico deverá entrar em vigor no final de 2001, o que preparará o caminho para se passar a uma abordagem "pelo país de origem" no que diz respeito às normas - incluindo as normas de conduta - aplicáveis à prestação electrónica de serviços de investimento a contrapartes profissionais.
- A criação do Fórum das Comissões Europeias de Valores Mobiliários (*Forum for European Securities Commissions* - FESCO) permite às autoridades nacionais de supervisão cooperarem entre si como nunca antes havia sido possível, o que conduzirá a um alinhamento progressivo das práticas seguidas em matéria de supervisão, tal como o testemunha o consenso alcançado a nível da categorização dos investidores para efeitos do artigo 11º.

---

<sup>1</sup> Directiva 93/22/CEE do Conselho de 10 de Maio de 1993 relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários, JO L 141 de 11.06.93, página 27.

<sup>2</sup> Comunicação da Comissão sobre a actualização da DSI (8.11.00).

A presente Comunicação dá uma imagem da forma como o artigo 11º foi implementado nos Estados-Membros e contém orientações sobre o possível modo de aplicar as normas de conduta por forma a facilitar a prestação transfronteiras de serviços.

Relativamente à implementação actual:

- Os Estados-Membros tomaram medidas com vista dotar as normas de conduta de efeitos jurídicos, segundo os princípios contidos no nº1 do artigo 11º. As disposições legais de base foram complementadas por regras pormenorizadas para a aplicação das normas de conduta. Apesar de os Estados-Membros divergirem quanto aos pormenores do conteúdo e da forma de implementação, os regimes nacionais de normas de conduta oferecem um nível equivalente de protecção aos profissionais, na medida em que permitem aos investidores com maiores conhecimentos técnicos tomarem decisões fundamentadas sobre a natureza dos serviços que lhes são propostos;
- O requisito genérico de se distinguir os investidores profissionais dos restantes investidores está patente na maioria dos textos legislativos de transposição. Todavia, a aplicação prática desta distinção varia consideravelmente entre Estados-Membros, o que faz com que as mesmas empresas de investimento possam ter classificações diferentes, para efeitos de transacções semelhantes, em Estados-Membros diferentes. O que leva a que as empresas de investimento que operam transfronteiras possam estar sujeitas a requisitos, em matéria de normas de conduta, qualitativamente distintos.
- Os Estados-Membros utilizam critérios diferentes para determinar qual o "Estado-Membro em que é prestado o serviço", nos termos do nº2 do artigo 11º. No entanto, na prática estes critérios são ignorados em benefício de uma abordagem segundo a qual se aplicam as normas de conduta nacionais aos serviços de investimento provenientes do exterior, mesmo que o próprio país do prestador de serviços aplique um nível equivalente de protecção através das suas normas de conduta.

Por todos estes motivos, a prestação transfronteiras de serviços de investimento é assim desnecessariamente dificultada e onerada, tanto pela insegurança jurídica como por uma sobreposição de requisitos regulamentares. Se se pretende integrar com êxito os mercados de valores mobiliários, tal como o afirmam os Chefes de Estado e de Governo, é essencial uma maior convergência na aplicação das normas de conduta. Uma abordagem coerente e sistemática, que tenha em consideração a natureza profissional do investidor, pode em particular prestar um contributo significativo para a realização de um mercado único para os serviços de investimento, salvaguardando integralmente a protecção dos investidores. A Comunicação sugere o seguinte:

- **No que diz respeito ao nº1 do artigo 11º**, a obrigação de o Estado-Membro ter em conta a condição profissional do investidor não deve ser considerada como dependendo da prévia harmonização do conteúdo das normas de conduta. O FESCO acordou recentemente um sistema para a categorização dos investidores que constitui uma base consensual para a identificação e supervisão dos "investidores profissionais".
- **No que diz respeito ao nº2 do artigo 11º**, o interesse geral exige que as autoridades de supervisão nacionais tenham em conta a natureza do investidor e a sua "necessidade de protecção", antes de decidirem se devem ou não impor as normas de conduta nacionais. A condição profissional do investidor pode contribuir para se determinar se a imposição das normas de conduta do país de acolhimento constitui uma resposta proporcionada à "necessidade de protecção" do investidor. Deve ter-se também em conta o facto de os

regimes de normas de conduta em todos os Estados-Membros já proporcionarem um nível de protecção comparável e suficiente para os investidores profissionais. Por conseguinte, os serviços de investimento prestados a investidores profissionais poderiam reger-se apenas pelas normas de conduta em vigor no país do prestador ("país de origem") sem qualquer harmonização prévia. No que toca aos pequenos investidores, persistem diferenças entre os níveis de protecção proporcionados pelas normas de conduta nacionais: as autoridades do país de acolhimento podem por conseguinte impor as suas próprias normas de conduta a esses investidores, de acordo com os princípios consagrados no Tratado e no direito derivado.

A Comunicação considera também a questão da aplicação das normas de conduta às sucursais das empresas de investimento. A efectiva supervisão das normas de conduta será facilitada pela proximidade entre o supervisor e a parte da empresa que trata com o cliente. O que parece sugerir que a autoridade do país em que se situa a sucursal poderá estar em melhores condições para controlar a relação sucursal-cliente. Tanto o princípio do "interesse geral" como o disposto na DSI defendem esta tese. Esta conclusão é válida para todos os serviços de investimento prestados pela sucursal, quer se destinem a investidores profissionais quer a pequenos investidores.

Se implementada sistematicamente, a abordagem acima delineada poderia facilitar a prestação transfronteiras de serviços a investidores profissionais, sem necessidade de alterar a DSI. Todavia, poderia ser útil, por motivos de clareza e segurança jurídica, introduzir-lhe certas alterações de redacção. Foi iniciado um amplo processo de consulta sobre uma eventual modernização completa da DSI, pela Comunicação paralela relativa à actualização da DSI. A análise contida na presente Comunicação pode considerar-se como um primeiro passo na concepção de uma orientação que a Comissão procurará integrar nas futuras revisões formais da DSI. Permite informar o Parlamento Europeu, as autoridades nacionais, as entidades responsáveis pela supervisão e os operadores do mercado sobre a possível natureza das alterações formais a introduzir eventualmente ao artigo 11º e às disposições com ele relacionadas. A presente Comunicação não impõe qualquer nova obrigação aos Estados-Membros, nem prejudica a interpretação que o Tribunal de Justiça possa emitir nesta matéria.

# - COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO -

## I. INTRODUÇÃO

A presente Comunicação foi elaborada na sequência do Plano de Acção para os serviços financeiros<sup>3</sup>, aprovado nas conclusões dos Conselhos Europeus de Colónia e de Lisboa. O Conselho Europeu de Lisboa identificava como tarefa prioritária “facilitar a participação bem sucedida de todos os investidores num mercado integrado”. A presente Comunicação contribuirá para este objectivo, estimulando o exercício da actividade interprofissional transfronteiras em condições concorrenciais.

A Directiva relativa aos Serviços de Investimento<sup>4</sup> (“DSI”) constitui a pedra angular do enquadramento legislativo europeu para os serviços financeiros. Prossegue diferentes objectivos, nomeadamente dotar os prestadores de serviços de investimento de um passaporte único para o fornecimento desses mesmos serviços. Em todos os Estados-Membros foram adoptadas disposições nacionais de transposição da DSI. A experiência registada desde a adopção dessas medidas revela todavia um grau significativo de incerteza em torno da aplicação do artigo 11º, que contém um certo número de princípios a respeitar pelos Estados-Membros ao implementar as suas normas de conduta.

O contexto em que essas normas devem ser aplicadas tem também sofrido alterações acentuadas nos últimos anos, em consequência da evolução tecnológica e do crescente envolvimento de novos tipos de investidores em valores mobiliários. O aumento do número de investidores que pretendem investir directamente em valores mobiliários tem colocado novos desafios às actuais tradições e recursos em matéria de supervisão.

Além disso, o ambiente jurídico em que se move a prestação electrónica de serviços transfronteiras está a ser clarificado. De referir a Directiva relativa a certos aspectos legais do comércio electrónico<sup>5</sup>, cujas disposições estabelecem que o direito aplicável à actividade interprofissional de prestação de serviços de investimento abrangidos pelo seu âmbito de aplicação é o do país de origem. Esta Directiva produzirá efeitos imediatamente após a sua entrada em vigor, em 17 de Janeiro de 2002.

A presente Comunicação estabelece o parecer da Comissão sobre a forma de melhor coadunar a aplicação do artigo 11º da DSI com o objectivo da livre prestação de serviços. Sugere possíveis modalidades de adaptação da aplicação das normas de conduta à realidade prevalecente no mercado e às alterações iminentes a nível legislativo. A presente Comunicação não impõe quaisquer novas obrigações aos Estados-Membros, nem prejudica a interpretação que o Tribunal de Justiça possa emitir nessa matéria. Todavia, traça as linhas gerais de uma possível solução para se ultrapassar um dos principais obstáculos que se opõem ao bom funcionamento da DSI. As futuras alterações da DSI e da política comunitária nesta matéria procurarão tornar esta orientação plenamente vinculativa do ponto de vista jurídico. A presente

---

<sup>3</sup> COM(99)232, de 11.05.99.

<sup>4</sup> Directiva 93/22/CEE – JO L 141 de 11 de Junho de 1993, página 27.

<sup>5</sup> Adoptada em 6 de Junho de 2000.

Comunicação presta assim desde já um contributo importante para o crescimento, o emprego e a eficiência dos mercados europeus de valores mobiliários.

## II. INTRODUÇÃO AO ARTIGO 11º DA DSI E ÀS NORMAS DE CONDUTA:

A DSI cria as condições necessárias para que as empresas de investimento de um Estado-Membro prestem a mesma gama de serviços em todos os outros Estados-Membros, desde que estejam autorizadas pela autoridade de supervisão do seu país de origem<sup>6</sup>. Este direito pode ser exercido quer através da constituição de sucursais quer através da prestação transfronteiras de serviços. Para reforçar o princípio do "passaporte único" para as empresas de investimento, a DSI e a legislação com ela relacionada contêm disposições comuns no que toca às condições de exercício da actividade das empresas de investimento.<sup>7</sup> O artigo 11º, que diz respeito às normas de conduta, constitui uma das disposições fulcrais a este propósito.

### *Nº 1 do artigo 11: as normas de conduta*

O artigo 11º exige aos Estados-Membros que estabeleçam normas de conduta que as empresas de investimento serão obrigadas a cumprir em qualquer momento. Em termos essenciais, essas normas de conduta:

- regulam a relação entre o prestador de serviços de investimento e o cliente individual, para assegurar uma negociação justa e que os investidores não são incitados a efectuar investimentos que não correspondem às suas necessidades;
- asseguram que a empresa de investimento tem uma gestão e uma actuação que permitem preservar a integridade dos mercados.
- O nº1 do artigo 11º não prevê, em pormenor, o conteúdo ou a estrutura das normas de conduta dos Estados-Membros. Limita-se em vez disso a uma enunciação genérica dos princípios que deverão inspirar essas normas. [ver Caixa 1].

### ***Caixa 1: visão sumária das normas de conduta:***

As normas de conduta procuram preservar a confiança dos investidores e a integridade do mercado, estabelecendo certos padrões para o desempenho das actividades dos prestadores de serviços de investimento. O motivo que justifica a existência destas salvaguardas é que existe o perigo de determinados investidores estarem numa situação desfavorecida em virtude de não terem acesso à informação financeira ou de não estarem aptos a interpretá-la correctamente.

---

<sup>6</sup> "Os Estados-Membros devem providenciar no sentido de que nada obste a que as actividades que beneficiam do reconhecimento mútuo possam ser exercidas do mesmo modo que no Estado-Membro de origem, desde que não contrariem as disposições legislativas e regulamentares de protecção do interesse geral em vigor no Estado-Membro de acolhimento" (considerando nº33 da DSI).

<sup>7</sup> As autoridades competentes do Estado-Membro de origem são responsáveis pela supervisão contínua do cumprimento, por parte da empresa de investimento, destas normas prudenciais (ver Artigo 8º), bem como do cumprimento das diferentes regras utilizadas para controlar as actividades exercidas pelas empresas de investimento (Artigo 10º).

Exige-se nomeadamente aos prestadores de serviços que:

- actuem com lealdade e equidade, com a devida competência, cuidado e diligência, no interesse do seu cliente e da integridade do mercado. O que supõe a obtenção, junto do cliente, de informações respeitantes à sua situação financeira, à sua experiência em matéria de investimento e aos seus objectivos (o que corresponde ao princípio do "conheça o seu cliente");
- comuniquem de modo adequado as informações significativas relevantes no âmbito das suas negociações (por exemplo, advertências de risco);
- tentem evitar conflitos de interesse e, quando estes sejam inevitáveis, assegurem que os clientes são tratados equitativamente.

O artigo 11º exige também aos prestadores de serviços de investimento que "cumpram todas as regulamentações aplicáveis [...] de modo a promover [...] a integridade do mercado." Este tipo de normas de conduta abrange as medidas que têm por objectivo combater a manipulação do mercado e outras práticas comerciais desleais. Estas pertencem a um âmbito diferente do das normas de conduta que regem a relação entre o prestador de serviços e o cliente, que constituem o objecto específico da presente Comunicação.

#### ***Nº1 do artigo 11º: o investidor profissional***

O nº1 do artigo 11º exige às autoridades nacionais que tenham "em consideração a condição profissional da pessoa a quem é prestado o serviço", ao aplicar as suas normas de conduta. O considerando nº32 da DSI deixa claro que as medidas adoptadas com o objectivo de proteger os investidores devem ter em conta "as diferentes necessidades de protecção das diversas categorias de investidores e o seu nível de qualificação profissional".<sup>8</sup> Consideradas no seu conjunto, ***estas disposições indicam que as normas de conduta devem ter em conta o facto de determinados investidores carecerem de menor protecção regulamentar em virtude dos conhecimentos profissionais ou dos recursos de que dispõem.*** Esses investidores têm capacidade para ter uma compreensão fundamentada do perfil comercial e jurídico de qualquer investimento que lhes seja proposto.

#### ***Nº2 do artigo 11º: aplicação das normas de conduta***

Na ausência de normas de conduta plenamente harmonizadas, o nº2 do artigo 11º reconhece que a responsabilidade pela implementação e pelo controlo da observância das normas de conduta incumbe à autoridade competente "do Estado-Membro em que é prestado o serviço".

#### ***Nº3 do artigo 11º: natureza do investidor final***

O nº3 do artigo 11º exige que as empresas de investimento que executam ordens colocadas por outra empresa abrangida pelo âmbito de aplicação da DSI, por conta

---

<sup>8</sup> Os considerandos das directivas destinam-se a facilitar a sua interpretação, na medida em que clarificam as intenções do legislador comunitário. Ver Processo TJ nº 76/72, *Michel* Colectânea [1973] p. 457 e Processo C-238-94, *Garcia*, Colectânea [1996], p. I-1673.

de um terceiro, avaliem a natureza do investidor que está na origem da ordem, para aplicar a protecção adequada em termos de normas de conduta

### *Disposições da DSI relacionadas com esta matéria*

A DSI contém outras disposições que estão estreitamente relacionadas com as normas de conduta, ou se lhes sobrepõem em parte.

- O artigo 10º estabelece as normas prudenciais que os Estados-Membros de origem devem implementar relativamente às empresas de investimento do âmbito da DSI neles autorizadas. Essas normas enumeram medidas, relacionadas com a organização, que as empresas autorizadas deverão implementar para proteger os interesses dos investidores. Estes requisitos dizem respeito aos procedimentos administrativos e contabilísticos; à salvaguarda dos direitos de propriedade dos investidores; à prevenção da utilização dos fundos dos investidores por conta da própria empresa; e à manutenção de registos. Estas salvaguardas prosseguem os mesmos objectivos que o artigo 11º. Existe por conseguinte uma certa complementaridade e sobreposição na aplicação dos artigos 10º e 11º. Esta interacção torna-se mais complexa pelo facto de o artigo 10º atribuir a responsabilidade à autoridade de supervisão do país de origem<sup>9</sup> enquanto o artigo 11º é menos explícito quanto à atribuição de responsabilidades.
- O artigo 13º autoriza as empresas de investimento a fazerem publicidade dos seus serviços por todos os meios de comunicação disponíveis em outros Estados-Membros, "desde que respeitem as normas, adoptadas por razões de interesse geral, que regulam a forma e o conteúdo dessa publicidade". Apesar desta disposição específica sobre a publicidade dos serviços de investimento, diversos Estados-Membros introduziram nas respectivas normas de conduta regras sobre a mesma matéria. O que pode mais uma vez ter como consequência que a mesma actividade esteja sujeita a disposições, do âmbito da DSI, que se sobrepõem e encerram abordagens diferentes.<sup>10</sup>

### **III. APLICAÇÃO DO ARTIGO 11º POR PARTE DOS ESTADOS-MEMBROS:<sup>11</sup>**

- **Requisito de implementação de normas de conduta (nº1 do artigo 11º)**

Os Estados-Membros adoptaram disposições nacionais pormenorizadas com vista à aplicação efectiva dos princípios genéricos enunciados no nº1 do artigo 11º. Estabeleceram normas de conduta para proteger os consumidores e os investidores, que abrangem os seguintes domínios:

---

<sup>9</sup> Com excepção do disposto no 5º travessão do artigo 10º no que diz respeito ao direito de as autoridades do país de acolhimento imporem requisitos em matéria de organização para limitar os conflitos de interesses nas sucursais situadas no seu território.

<sup>10</sup> Uma parte da insegurança neste domínio poderia ser eliminada pela Directiva relativa à comercialização à distância de serviços financeiros, actualmente em debate no Conselho e no Parlamento. A proposta poderia conduzir à harmonização das regras nacionais no domínio da comercialização e publicidade dos serviços de investimento, bem como de outras disposições relacionadas com a informação prévia e as técnicas de comercialização.

<sup>11</sup> Esta análise baseia-se nas respostas a um inquérito abrangente sobre as práticas nacionais em matéria de implementação das normas de conduta, coordenado pelo FESCO, completadas por uma análise da Comissão relativamente às disposições legislativas nacionais de transposição.



- Publicidade, comercialização e angariação a domicílio (frequentemente complementadas por disposições de protecção dos consumidores de carácter genérico);
- Informações a prestar aos clientes (como, por exemplo, informações periódicas e advertências de risco);
- Informações a obter do cliente para efeitos de "adequação" às suas necessidades;
- Comissões, encargos e honorários;
- Requisitos de equidade a nível da negociação, como por exemplo a obrigação de executar as ordens da melhor forma possível.

Além disso, a maioria dos Estados-Membros estabelece salvaguardas equivalentes no que diz respeito à separação das funções para evitar conflitos de interesses, bem como aos controlos internos para assegurar o cuidado e a diligência devidos. Finalmente, quase todos os Estados-Membros exigem a utilização de contratos escritos com os clientes e de documentação normalizada. Subsistem no entanto certas diferenças a nível da implementação prática e de pormenor das várias abordagens ao problema da protecção do investidor.<sup>12</sup>

• **Requisito de ter em conta a condição profissional do cliente (nº1 do artigo 11º)**

Até ao momento, as autoridades nacionais têm adoptado abordagens consideravelmente diferentes relativamente à forma como distinguem os investidores profissionais dos restantes investidores. Existem divergências a nível da fronteira específica estabelecida entre estes dois tipos de investidores, dos procedimentos utilizados para inscrever os investidores numa ou noutra categoria e do conteúdo da protecção proporcionada aos diferentes tipos de investidores.

Poucos Estados-Membros estabeleceram expressamente uma distinção, nas respectivas leis de transposição ou orientações de carácter administrativo, entre a protecção (através de normas de conduta) que deve ser oferecida aos investidores profissionais e aos pequenos investidores. As disposições nacionais destes Estados-Membros indicam de um modo geral (embora nem sempre sistematicamente) quais as normas de conduta que podem ser flexibilizadas ou dispensadas no caso dos serviços prestados aos investidores profissionais. Mesmo nesses países, subsiste alguma incerteza marginal quanto ao tratamento - como investidor profissional ou pequeno investidor - a reservar aos investidores sofisticados ou institucionais mas

---

<sup>12</sup>

Apesar de haver um consenso generalizado quanto ao facto de existir uma obrigação de executar as ordens por forma a obter, para o cliente, o melhor preço disponível em condições razoáveis, os Estados-Membros diferem quanto aos processos utilizados para prosseguir este objectivo. Dão por exemplo uma ênfase diferente à prevenção dos conflitos de interesses, à proibição de actividades como por exemplo a multiplicação inútil das operações, a limitação das ordens e do seu prazo de validade, a constituição de lotes e a prestação de informações. Os Estados-Membros têm também orientações diferentes quanto à questão de saber se a actividade de mera execução de ordens deve ou não estar sujeita ao conjunto completo de normas de conduta, sendo que certos Estados-Membros admitem uma protecção menos exigente para este tipo de actividade.

não da esfera financeira. A maior parte dos restantes Estados-Membros baseia-se fundamentalmente em princípios genéricos, textos legislativos ou circulares administrativas, para dar resposta à necessidade de ter em conta a condição profissional do investidor.

Os Estados-Membros divergem também quanto à medida em que permitem aos investidores optar por uma protecção menos rigorosa, enquanto alguns Estados-Membros adaptaram as suas normas de conduta ao tipo de serviço ou instrumento financeiro em questão.<sup>13</sup> Esta abordagem funcional ou por produtos tem produzido efeitos semelhantes à diferenciação por tipo de cliente, na medida em que a natureza da protecção é modificada para ter em conta o facto de a transacção de determinados instrumentos ser própria dos investidores sofisticados, frequentemente sujeitos a requisitos prudenciais.

*O princípio segundo o qual a protecção proporcionada pelas normas de conduta deve distinguir os investidores profissionais dos pequenos investidores foi por conseguinte amplamente transposto para o direito ou para as práticas administrativas nacionais. Todavia, os Estados-Membros operam esta distinção de formas distintas, pelo que o mesmo investidor, ao efectuar uma transacção semelhante, pode ser classificado diferentemente dependendo da jurisdição a que esteja sujeito.*

- **Responsabilidade pela implementação e supervisão (nº2 do artigo 11º)**

Os Estados-Membros empregam uma variedade de critérios diferentes para determinar o ponto em que é prestado o serviço, para estabelecer qual o regime de normas de conduta aplicável. Esses critérios vão desde o país de residência do investidor até à "prestação típica" (onde é que o intermediário emprega os recursos necessários à prestação do serviço?), passando pelo critério da solicitação. Outros Estados-Membros seguem uma abordagem casuística.<sup>14</sup>

Na prática, a maioria dos Estados-Membros aplica as suas normas de conduta nacionais aos serviços de investimento transfronteiras provenientes do exterior, sem ter em consideração a natureza do serviço ou a categoria do cliente. A aplicação do regime do país de acolhimento verifica-se independentemente de o serviço ser prestado a título temporário ou permanente. Apenas dois Estados-Membros limitam a aplicação das normas de conduta do país de acolhimento aos casos em que os serviços são prestados regularmente.

Efectivamente, os serviços de investimento prestados numa base transfronteiras encontram-se de um modo geral sujeitos à aplicação automática das normas de conduta no país do investidor (país de acolhimento). A aplicação da protecção vigente no país de acolhimento vem adicionar-se à aplicação integral e automática

---

<sup>13</sup> Do mesmo modo, é implementada em diversos Estados-Membros uma protecção (através de normas de conduta) adaptada ao financiamento das empresas, aos instrumentos derivados, aos títulos do Estado e aos *warrants*.

<sup>14</sup> Este mosaico de orientações pode dar origem a situações em que uma determinada transacção pode ficar sujeita ou a dois sistemas de protecção (o país de origem utiliza o critério da prestação típica e o país de acolhimento o critério de residência do cliente) ou a nenhum (o país de acolhimento do investidor utiliza o critério da prestação típica enquanto o país de origem do prestador de serviços utiliza o critério da residência do intermediário).

das normas de conduta vigentes no país do prestador de serviços. Efectivamente, a autoridade de supervisão do país de origem está estreitamente envolvida na supervisão da totalidade dos serviços prestados pelas empresas localizadas no seu território – sem distinguir os que são prestados internamente ou de modo transfronteiras. Isto é particularmente verdade no que diz respeito aos requisitos necessários para a reconstituição de certas transacções que são objecto de contestação (pistas de auditoria) e para a manutenção de registos.

*A actual situação caracteriza-se por conseguinte por uma aplicação generalizada de dois conjuntos de normas de conduta nacionais a qualquer transacção transfronteiras, independentemente de ter carácter profissional ou não.*

- **Aplicação do requisito de apreciação “à transparência” contido no nº 3 do artigo 11º**

Dois Estados-Membros aplicam uma interpretação estrita do nº 3 do artigo 11º, exigindo a todos os intermediários envolvidos numa transacção múltipla que tenham em consideração a condição do investidor final. Sete Estados-Membros restringem o requisito do "conheça o seu cliente" à empresa que tem uma relação directa com o cliente, a menos que essa empresa revele a identidade do investidor à sua contraparte. Outros Estados-Membros não adoptaram ainda normas específicas nesta matéria.

Não é muito claro se o requisito apreciação “à transparência” se aplica quando estão envolvidas mais do que uma jurisdição em matéria de normas de conduta. Três Estados-Membros exigem uma informação sistemática acerca da natureza do cliente final por parte de todos os intermediários envolvidos, independentemente do país de residência do cliente. No caso de outro Estado-Membro, o requisito do “conheça o seu cliente” é flexibilizado para autorizar a empresa de investimento a fazer fé nas informações respeitantes ao cliente que lhe foram transmitidas por outro intermediário.

- **Implementação do artigo 11º - Conclusões**

A análise efectuada pela Comissão sobre as actuais práticas nacionais no que diz respeito à implementação das normas de conduta revela o seguinte:

- Existem divergências entre Estados-Membros quanto ao nível de protecção que é assegurada aos pequenos investidores através das normas de conduta. Estas diferenças parecem ser mais acentuadas nos domínios da obrigação de executar as ordens da melhor forma possível; dos conflitos de interesse e das normas de conduta aplicáveis às transacções em que o intermediário se limita a executar ordens; da tipologia dos termos dos contratos; e da documentação. Todavia, no que diz respeito aos investidores profissionais, as legislações nacionais traduzem-se numa protecção comparável.
- O requisito genérico de se distinguir os investidores profissionais dos demais investidores está patente na maior parte das disposições legislativas de transposição. No entanto, existe uma grande diversidade na forma prática de operar esta distinção.

- A redacção do nº 2 do artigo 11º conduz à utilização de diferentes critérios, por parte dos diversos Estados-Membros, para determinar “o Estado-Membro em que é prestado o serviço”. Na prática, todavia, estes critérios são ignorados em benefício de uma regra empírica segundo a qual as normas de conduta nacionais se aplicam aos serviços de investimento que entram no território. Estas normas aplicam-se mesmo apesar de o país do próprio prestador de serviços utilizar elementos de protecção importantes, por vezes comparáveis ou equivalentes.

#### IV. VANTAGENS, PARA O MERCADO ÚNICO DOS VALORES MOBILIÁRIOS, DE SE OPERAR UMA DISTINÇÃO ENTRE INVESTIDORES PROFISSIONAIS E PEQUENOS INVESTIDORES

Uma efectiva diferenciação entre os investidores profissionais e os restantes poderia trazer benefícios consideráveis, sob a forma de :

- **Mercados de valores mobiliários integrados e de elevada liquidez, e prestação concorrencial de serviços.** O principal objectivo da legislação comunitária no domínio dos valores mobiliários consiste em permitir às empresas de investimento fornecerem serviços em toda a UE, sem se confrontarem com barreiras desnecessárias. O que permitirá também aos investidores procurarem e capitalizarem oportunidades de investimento mais rentáveis. A possível duplicação de normas de conduta para as transacções transfronteiras resulta em entraves ao acesso ao mercado que impedem as contrapartes de celebrar transacções transfronteiras lucrativas, fragmentando por conseguinte o mercado e prejudicando a sua liquidez.
- A aplicação, aos investidores profissionais, de normas de conduta que foram concebidas tendo em mente os pequenos investidores, **augmenta os custos** e pode limitar a sua utilização de produtos inovadores. A insegurança jurídica sobre a classificação dos investidores ocasiona também custos significativos. A actual situação maximiza esta insegurança e os riscos de litígio ao exigir às empresas de investimento que utilizam activamente o passaporte único o cumprimento de até 15 conjuntos de normas de conduta. Indirectamente, este facto favorece as empresas mais fortes, que dispõem de mais recursos para gerir a complexidade.

**Uma utilização mais eficiente dos recursos de supervisão.** Os recursos de supervisão constituem um bem escasso. Para serem utilizados da melhor forma, devem ser dirigidos especificamente aos segmentos do mercado que mais podem deles beneficiar, nomeadamente as famílias ou os pequenos investidores. É necessária uma protecção menor para os investidores profissionais, que estão suficientemente familiarizados com o mercado para defenderem os seus próprios interesses fazerem-se aconselhar em matéria de investimento.

#### V. TER EM CONTA A DISTINÇÃO ENTRE INVESTIDORES PROFISSIONAIS E PEQUENOS INVESTIDORES (Nº 1 DO ARTIGO 11º).

O nº 1 do artigo 11º contem uma obrigação clara e incondicional de as autoridades nacionais distinguirem os investidores profissionais dos restantes investidores, para efeitos de aplicação das normas de conduta. *A obrigação de os Estados-Membros terem em consideração a “condição profissional” do investidor não está sujeita à*

**harmonização prévia do conteúdo das normas de conduta.** As autoridades nacionais poderiam desde já passar a distinguir o regime de normas de conduta aplicado aos investidores profissionais.

Os regimes de normas de conduta nacionais em vigor em todos os Estados-Membros já prevêem uma protecção abrangente que é suficiente para permitir aos investidores profissionais tomarem decisões de investimento com conhecimento de causa. São necessários trabalhos suplementares para sofisticar e codificar a aplicação dos princípios contidos no nº 1 do artigo 11º aos pequenos investidores<sup>15</sup>. O facto de estarem ainda em curso os trabalhos respeitantes à protecção adequada a conceder aos pequenos investidores não deveria constituir um obstáculo à implementação imediata de uma distinção entre os investidores profissionais e os pequenos investidores, que toma os actuais sistemas nacionais como ponto de partida para o tratamento dos investidores profissionais.

A DSI não prevê uma definição clara da “condição profissional”. O que conduziu à proliferação de orientações nacionais para a classificação dos investidores. Mais recentemente, todavia, as autoridades de supervisão dos valores mobiliários, reunidas no âmbito do *Forum of European Securities Commissions* (FESCO), acordaram uma definição comum para a categorização dos investidores profissionais<sup>16</sup>. Comprometeram-se a fazer o seu melhor para assegurar que esta categorização é tornada operacional para todos os serviços de investimento da sua competência (internos e transfronteiras).

***A Comissão considera que as autoridades nacionais teriam todo o interesse em estudar medidas eficazes a adoptar de imediato com o objectivo de implementar os princípios acordados pelas respectivas autoridades de supervisão no âmbito do FESCO.***

***Caixa 2: Síntese da classificação do FESCO:***

***Categoria 1. Investidores que são considerados profissionais sem qualquer formalidade ou verificação suplementar. Esta lista exhaustiva abrange as entidades às quais é exigida uma autorização/regulamentação para operarem nos mercados financeiros, incluindo:***

- Instituições de crédito (tal como definidas na Segunda Directiva Bancária);
- Empresas de investimento;
- Outras instituições financeiras autorizadas ou regulamentadas (tal como definidas no nº 6 do artigo 1º da Segunda Directiva Bancária);
- Seguradoras;
- Organismos de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras;
- Fundos de pensões e respectivas sociedades gestoras;.

<sup>15</sup> As autoridades nacionais de supervisão dos valores mobiliários, em cooperação com o FESCO, constituíram um grupo de trabalho sobre os padrões a aplicar na harmonização das normas de conduta. Pretende-se com este trabalho importante alcançar um consenso sobre diversos padrões que incluem requisitos em termos de negociação, de informações a obter pelos clientes, de informações a prestar aos clientes, de utilização de contratos assinados pelos clientes e de documentação.

<sup>16</sup> “Categorização dos investidores para efeitos de normas de conduta”: Março de 2000.

*Estados, organizações internacionais/supranacionais.*

Questões processuais: qualquer investidor contido nesta categoria pode exigir um tratamento de não-profissional (ou seja, optar por uma protecção mais elevada).

***Categoria 2: Investidores que podem ser tratados como profissionais a seu pedido.***

*Grandes investidores e investidores institucionais, incluindo:*

- Outras instituições financeiras (não abrangidas pelo nº 6 do artigo 1º da Segunda Directiva Bancária);
- Grandes empresas e sociedades (estabelecendo certos limiares);
- Investidores institucionais, que não aqueles que são profissionais, cujo o objecto social consista em investir em instrumentos financeiros.
- Operadores que transaccionam produtos de base;
- Organismos do sector público;
- Emitentes de instrumentos cotados.

Questões processuais: O investidor pode ser informado por escrito da protecção que lhe é concedida e pode confirmar por escrito que está consciente das consequências de perder essa protecção.

***Categoria 3: Outros investidores que podem ser tratados como profissionais, mediante pedido:***

Estes investidores podem ser autorizados a estar dispensados de algumas normas de conduta, na condição de serem avaliados em pormenor pelos seus conhecimentos técnicos, a experiência do cliente (FESCO sugere que se utilizem os critérios da honorabilidade e competência utilizados para a gestão financeira). Este sistema está concebido para permitir aos investidores individuais sofisticados ou peritos serem tratados como profissionais. Devem estar satisfeitos dois dos seguintes critérios:

- 10 transacções com volume significativo por trimestre, durante um período de quatro trimestres;
- dimensão da carteira superior a 0,5 milhões de euros;
- 1 ano de experiência profissional no sector.

Questões processuais: o investidor deve:

1. declarar por escrito que deseja ser tratado como profissional.
2. receber uma advertência da empresa de investimento relativamente às protecções e direitos que pode perder;
3. declarar por escrito, num documento separado, que está consciente das consequências de perder essa protecção.

Estas definições podem carecer de uma revisão no futuro. A experiência com esta classificação tornará mais claras as vias a seguir para a sua adaptação aos novos sistemas electrónicos para a execução de serviços de investimento, bem como à crescente sofisticação do lado dos clientes, à medida que acumulam experiências de transacção nos mercados de valores mobiliários. Qualquer futura revisão poderá incluir um alargamento da primeira categoria de investidores tal como definida pelo FESCO, por forma a incluir outras instituições financeiras e grandes empresas que dispõem de departamentos de gestão de tesouraria. Uma outra via possível no futuro poderá consistir em simplificar os mecanismos de opção por uma maior ou menor protecção.

## VI. Nº 2 DO ARTIGO 11º: POSSÍVEL ORIENTAÇÃO PARA CLARIFICAR O REGIME APLICÁVEL:

O nº 2 do artigo 11º dispõe que "sem prejuízo das decisões a tomar no âmbito de uma harmonização das normas de conduta, a aplicação e o controlo da sua observância continuam a ser da competência do Estado-Membro em que é prestado o serviço". Na ausência de um critério claro para determinar "o Estado-Membro em que é prestado o serviço", as autoridades competentes nacionais têm aplicado as normas de conduta locais aos serviços de investimento prestados aos investidores localizados no seu território. Os prestadores de serviços de investimento ficam por conseguinte sujeitos ao cumprimento tanto das normas de conduta do país de origem e como das do país de acolhimento.

Esta situação deve ser encarada na perspectiva dos princípios subjacentes do Tratado no que diz respeito à liberdade de prestação de serviços (o objectivo dominante da DSI), das disposições específicas da DSI que admitem o recurso ao argumento do interesse geral e à jurisprudência relevante do Tribunal de Justiça Europeu<sup>17</sup>.

Tanto o Tratado como o texto da DSI estabelecem uma presunção genérica clara favorável à livre prestação de serviços com base numa autorização do país de origem. O terceiro considerando da DSI deixa claro que o objectivo da directiva consiste em "[...] 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"<sup>18</sup>.

Todavia, as disposições relevantes da DSI admitem explicitamente o envolvimento das autoridades do país de acolhimento, por motivos de "interesse geral". O 33º considerando refere que "os Estados-Membros devem providenciar no sentido de que nada obste a que as actividades que beneficiam do reconhecimento mútuo possam ser exercidas do mesmo modo que no Estado-Membro de origem, desde que não contrariem as disposições legislativas e regulamentares de protecção do interesse geral em vigor no Estado-Membro de acolhimento". O nº 4 do artigo 17º e o nº 2 do artigo 18º da DSI prevêm que as autoridades do país de acolhimento, que recebam uma notificação proveniente de uma empresa de investimento de um país parceiro que pretende estabelecer ou prestar serviços no seu território, devem, caso necessário, comunicar à empresa de investimento "as condições, incluindo as normas de conduta, às quais, *por razões de interesse geral*, os prestadores de serviços de investimento em causa devem obedecer no Estado-Membro de acolhimento". Esta redacção deixa claro que:

---

<sup>17</sup> "... quando a redacção do direito comunitário derivado permitir mais do que uma interpretação, será dada preferência à interpretação que torna essa disposição coerente com o Tratado, em detrimento da interpretação que conduz à sua incompatibilidade com o Tratado. Consequentemente, a directiva não deverá ser considerada isoladamente, e é necessário considerar se os requisitos em questão são ou não contrários às disposições do Tratado acima referidas e interpretar a directiva à luz das conclusões a que se chegar a esse propósito". (Comissão c. República Francesa, processo C-220/83 do TJ, 04.12.86).

<sup>18</sup> Os considerandos de uma directiva servem de ajuda à sua interpretação, na medida em que tornam mais claras as intenções do legislador comunitário. Ver processo TJ 76/72, *Michel* Colectânea [1973] p.457 e processo C-238-94, *Garcia*, Colectânea [1996] p. I-1673.

- O Estado-Membro de acolhimento deve notificar, antecipadamente, as normas de conduta que são aplicáveis;
- As autoridades de acolhimento que pretendam impor normas de conduta locais que vão mais além da harmonização mínima de princípios prevista no nº1 do artigo 11º podem fazê-lo, caso assim o exija o “interesse geral”.

O nº6 do artigo 19º permite também a intervenção das autoridades do país de acolhimento para fazer face a irregularidades que contrariem as "normas de conduta adoptadas em aplicação do artigo 11º, bem como [...] outras disposições legislativas e regulamentares [...] adoptadas por razões de interesse geral".

Diversas disposições da DSI sugerem a possibilidade da extensão de certos poderes residuais das autoridades do país de acolhimento em matéria de aplicação das normas de conduta, no âmbito do "interesse geral".

Por outro lado, o TJE tem considerado invariavelmente que a imposição de normas nacionais, mesmo que de forma não discriminatória, deve ser examinada à luz dos artigos 49º e 50º.<sup>19</sup> A este propósito, pode referir-se a jurisprudência recente (processo Parodi vs Banque Alert de Bary, relativo ao crédito hipotecário no sector bancário: C-222/95, Colectânea [1997] p. I-3899), em que o TJE decidiu que:

*"[...]tendo em conta a natureza especial de certas prestações de serviços, não se podem considerar como incompatíveis com o Tratado exigências específicas impostas ao prestador motivadas pela aplicação de normas reguladoras desse tipo de actividades.*

*Importa todavia lembrar que a livre prestação de serviços, enquanto princípio fundamental do Tratado, apenas pode ser limitada mediante disposições justificadas por razões imperiosas de interesse geral e aplicáveis a qualquer pessoa ou empresa que exerça uma actividade no território do Estado destinatário, na medida em que tal interesse não esteja salvaguardado por normas a que o prestador esteja sujeito no Estado-Membro onde estiver estabelecido. Além disso, as referidas exigências devem ser objectivamente necessárias a fim de garantir o cumprimento das regras profissionais e garantir a protecção do destinatário dos serviços, não devendo ir além do necessário para alcançar esses objectivos [...]"*

***O artigo 11º da DSI admite que as autoridades do país de acolhimento assumam um papel activo na aplicação das normas de conduta adoptadas nos termos do próprio artigo. No entanto, a Comissão entende que, ao exercer a sua responsabilidade pela aplicação das normas de conduta, as autoridades do país de acolhimento poderão ter em conta dois critérios relacionados: (1) o facto de o Estado-Membro de origem do prestador de serviços implementar ou não normas de conduta que ofereçam uma protecção equivalente e que (2) o facto de a***

---

<sup>19</sup> "[...]O artigo 49º do Tratado exige não apenas a eliminação de qualquer discriminação contra o prestador de serviços estabelecido em outro Estado-Membro em razão da sua nacionalidade mas também a supressão de qualquer restrição, ainda que indistintamente aplicada a prestadores nacionais e de outros Estados-Membros, quando seja susceptível de impedir, entrar ou tornar menos atractivas as actividades do prestador de serviços estabelecido noutra Estado-Membro onde preste legalmente serviços análogos (ver processo Arblade & Leloup, C 369/96 e C 376/96 Colectânea [1999] p. I-8543).



***imposição das normas do país de acolhimento constituir ou não uma resposta proporcionada à preservação do "interesse geral" subjacente.***

- No que diz respeito à avaliação da proporcionalidade, é necessário identificar os critérios susceptíveis de serem utilizados para determinar de que modo as autoridades do país de acolhimento podem exercer as suas competências em matéria de aplicação das normas de conduta nacionais. A Comissão considera que um critério possível seria a “necessidade de protecção (dos investidores/consumidores)”<sup>20</sup>.

A ênfase dada à “necessidade de protecção” é também defendida por referência a outra legislação comunitária no domínio dos serviços de investimento e dos valores mobiliários<sup>21</sup>. Os investidores – ou as entidades que os aconselham – devem formar o seu próprio juízo sobre os aspectos específicos do investimento proposto. As normas de conduta apenas procuram assegurar que os investidores não são induzidos a efectuar investimentos que não lhes convêm e a proteger os investidores contra abusos e práticas ilícitas. A legislação no domínio dos serviços de investimento e dos valores mobiliários centra-se por conseguinte fortemente no princípio da prestação de informações que permita aos investidores racionais tomarem decisões bem fundamentadas.

***À luz do que antecede, a “necessidade de protecção” constitui um critério susceptível de ser utilizado pelas autoridades do país de acolhimento quando tiverem de avaliar a “proporcionalidade” da imposição das suas normas de conduta..***

### **1. Protecção dos investidores profissionais:**

Os conhecimentos técnicos e a capacidade para agir no seu próprio interesse constituem os factores decisivos para estabelecer a “necessidade de protecção”. Caso o investidor seja profissional por natureza, pode argumentar-se que possui a capacidade e os conhecimentos necessários para tomar decisões de investimento informadas ou fundamentadas.

---

<sup>20</sup> É esta a lógica subjacente às normas de conduta em apreço. Constitui também o fio condutor da DSI, que se traduz em diversas das suas disposições:

O 32º considerando, que afirma que, no que diz respeito à garantia da protecção dos investidores, é "apropriado tomar em consideração as diferentes necessidades de protecção das diversas categorias de investidores e o seu nível de qualificação profissional".

Tal como acima se demonstra, as normas de conduta exigidas pelo nº1 do artigo 11º justificam-se pela necessidade de assegurar ao cliente uma protecção adequada e condições de negociação justas.

O nº4 do artigo 14º exige aos Estados-Membros que tenham em consideração as diferentes necessidades de protecção dos investidores, nomeadamente a capacidade dos investidores profissionais e institucionais acautelarem da melhor forma os seus interesses, ao decidir quais os investidores que poderão beneficiar da isenção do requisito de efectuarem as transacções num mercado regulamentado, tal como previsto no nº3 do mesmo artigo.

<sup>21</sup> A este propósito, a Directiva relativa aos sistemas de indemnização dos investidores (97/9/CEE) é particularmente ilustrativa. Esta Directiva prevê que determinadas categorias de investidores profissionais e institucionais podem ser excluídas do âmbito da cobertura oferecida pelos sistemas de indemnização dos investidores nela previstos (nº 2 do artigo 4º) “se considerar que os mesmos não necessitam de protecção especial”. (Considerando 17). A Directiva relativa aos sistemas de indemnização dos investidores articula-se claramente em torno da filosofia da “necessidade de protecção”.

Essa abordagem é sugerida pelo Tribunal de Justiça Europeu na sua jurisprudência. O Tribunal reconheceu nomeadamente que as medidas que têm por objectivo proteger a parte mais fraca num contrato não podem ser consideradas compatíveis com o princípio do interesse geral caso a contraparte seja um operador profissional<sup>22</sup>. Este raciocínio é advogado na ausência de uma “necessidade de protecção”. O mesmo argumento pode ser pertinente no caso dos investidores profissionais. Na jurisprudência relacionada com o domínio dos seguros, o TJ aplicou um argumento que reconhece que os agentes profissionais ou peritos necessitam de menor protecção do que os pequenos consumidores (Processo C-220/83). Um raciocínio semelhante inspirou elementos importantes do parecer do TJ sobre o caso Alpine (Processo C-384/93) no qual foi favorável à aplicação de disposições mais restritivas à comercialização/publicidade de investimentos baseados em instrumentos derivados aos pequenos investidores.

*A distinção entre investidores profissionais e pequenos investidores que os Estados-Membros deverão utilizar nos termos do nº 1 do artigo 11º pode ser relevante para efeitos de se clarificar em que medida o investidor "necessita" da protecção proporcionada pelas normas de conduta do país de acolhimento, para além da proporcionada pelas normas do país de origem. O critério da "proporcionalidade" poderá ser mais difícil de satisfazer no que diz respeito aos investidores profissionais, uma vez que estes últimos exigem uma menor protecção.*

A possibilidade de as necessidades dos investidores profissionais estarem garantidas com a aplicação das normas de conduta do país de origem é mais plausível se se tiver em conta que todos os Estados-Membros parecem aplicar uma protecção suficiente e comparável aos investidores profissionais. Tal como acima evidenciado, todos os regimes nacionais proporcionam salvaguardas suficientes para permitir aos investidores peritos/profissionais efectuarem decisões de investimento informadas e tomarem as medidas necessárias para preservar os seus interesses comerciais.

Os benefícios da protecção do país de origem estendem-se plenamente às empresas que operam em outros Estados-Membros. Isto porque, antes de se efectuar uma transacção com um cliente de um país parceiro, a empresa de investimento necessitará de estabelecer a identidade da contraparte e de efectuar os necessários testes de adequação. O que por seu turno irá desencadear a aplicação automática de elementos importantes do regime de normas de conduta do país de origem (manutenção de registos, prestação de informações, obrigação de executar as ordens da melhor forma possível) que serão controlados e aplicados do modo mais eficaz através dos serviços da autoridade do país de origem<sup>23</sup>.

Há que ter também conta as seguintes considerações de natureza prática:

- As medidas práticas que são amplamente utilizadas (*Master Agreements* e outros acordos codificados) proporcionam aos investidores profissionais uma base

---

<sup>22</sup> Processo C-205/84, Comissão c. República Federal da Alemanha.

<sup>23</sup> A posição do Procurador-Geral no Processo Alpine (C-384/93) merece ser tida em conta a este propósito. Este defendia que “o Estado-Membro a partir do qual é feito o telefonema está mais bem colocado para regulamentar a angariação telefónica. Mesmo que o Estado receptor pretenda proibir essa angariação ou sujeitá-la a certas condições, não está em condições de impedir ou controlar os telefonemas efectuados de outro Estado-Membro sem a cooperação da autoridade competente desse Estado”.

contratual que lhes permite resolver quaisquer litígios com contrapartes de modo rápido e eficaz do ponto de vista dos custos.

- A Directiva relativa a certos aspectos legais do comércio electrónico, que deverá entrar em vigor em Janeiro de 2002. Esta directiva tem por objectivo criar um enquadramento jurídico que encoraje o desenvolvimento do comércio electrónico na Europa. A sua filosofia orientadora para os serviços de investimento é que qualquer serviço que seja prestado electronicamente se deverá reger pelo direito aplicável no “país de origem”. Este resultado aplica-se sem reservas às transacções entre empresas ou inter-profissionais, mas não se aplica às obrigações contratuais emergentes de contratos com consumidores.

*Pelos motivos acima expostos, a Comissão considera que pode presumir-se que os regimes de normas de conduta nacionais proporcionam uma protecção adequada e equivalente aos investidores profissionais. À luz do que antecede, a Comissão entende que as autoridades competentes nacionais podem admitir a possibilidade de omitir a aplicação das normas de conduta do país de acolhimento aos serviços de investimento transfronteiras prestados a investidores profissionais residentes no seu território.*

**Caixa 3. Quais os investidores profissionais que poderiam ser dispensados da aplicação das normas do país de acolhimento?**

O acordo, recentemente estabelecido a nível do FESCO, sobre a categorização dos investidores para efeitos do artigo 11º, identifica um núcleo de investidores que poderão automaticamente ser tratados como “profissionais”. *Os serviços de investimento fornecidos a esses investidores poderão reger-se exclusivamente pelas normas de conduta em vigor no país do prestador de serviços (“país de origem”)*<sup>24</sup>.

Para além deste grupo de “profissionais automáticos”, as autoridades nacionais podem também decidir se devem aplicar o regime local aos investidores que não se qualificam automaticamente como “profissionais” ou se devem dispensá-los dessa aplicação. Esta avaliação poderá mais uma vez ser efectuada à luz do “interesse geral” desses Estados-Membros.

## **2. Protecção dos pequenos investidores:**

Dado o actual estado fragmentado dos enquadramentos contratuais e extra-contratuais e dos sistemas de implementação e controlo, as administrações nacionais podem ter receios quanto à exposição dos seus pequenos investidores à insegurança jurídica e ao risco de contraparte. A Secção III sublinhou as diferenças prevalentes a nível da protecção proporcionada pelas normas de conduta, que fazem com que não se possa presumir que estas normas sejam “equivalentes” no que diz respeito aos pequenos investidores. A aplicação das normas de conduta locais às transacções que envolvem “pequenos investidores” residentes no seu território pode por conseguinte melhorar a protecção desses pequenos investidores.

<sup>24</sup>

Os investidores que se qualificam automaticamente como profissionais têm todavia a possibilidade de exigir níveis mais elevados de protecção relativamente à sua contraparte. .

***Consequentemente, os pequenos investidores carecem de maior protecção do que os investidores profissionais. Os Estados-Membros deverão ter em conta este facto ao analisar a implementação dos n.ºs 1 e 2 do artigo 11º da DSI.***

Este raciocínio no que diz respeito aos pequenos investidores poderá evoluir por forma a acompanhar as transformações verificadas a nível do mercado e o reforço da cooperação a nível das autoridades de supervisão. O desenvolvimento de novos modelos empresariais baseados na comunicação e na distribuição electrónica pode significar que as actuais orientações carecem de uma alteração no futuro. O ambiente jurídico da prestação electrónica de todos os serviços de informação sofrerá também alterações. A forma em que as autoridades competentes nacionais cooperam para a aplicação das normas de conduta pode necessitar de ter em conta esta evolução. A Comissão analisa também estas questões na comunicação paralela sobre a modernização da DSI. Serão igualmente abordadas no próximo livro verde da Comissão sobre o comércio electrónico e os serviços financeiros.

Uma outra evolução que merece destaque é a forma como, na sequência do acordo obtido quanto ao sistema de categorização dos investidores, o FESCO está agora a tentar definir padrões comuns em matéria de protecção através de normas de conduta. Um entendimento comum sobre o tratamento dos pequenos investidores pode significar que a questão de saber se o “interesse geral” continua a exigir a aplicação do regime do país de acolhimento a estes investidores deve ser examinada de novo.

### **3. Tratamento reservado às sucursais:**

***Existem certos aspectos que são específicos à actividade de investimento através de sucursais que podem, nos termos do Tratado, justificar a aplicação das normas de conduta do país de acolhimento a todas as funções dessa sucursal relacionadas com clientes. Esta conclusão é válida para os serviços de investimento prestados pela sucursal tanto a investidores profissionais como a pequenos investidores.***

As autoridades do país em que está estabelecida a sucursal estão melhor colocadas para assumir o papel principal na supervisão do cumprimento das normas de protecção para ambos os tipos de investidores. As sucursais de empresas de investimento situadas em outros Estados-Membros utilizam de um modo geral sistemas de tratamento de clientes que são autónomos relativamente à empresa-mãe. As autoridades de supervisão do país da sucursal estão no próprio local, têm acesso directo às pistas de auditoria e aos registos da sucursal e estão assim melhor colocadas para inspecionar a forma como se desenrola a relação directa entre a sucursal e os seus clientes.

Este raciocínio é coerente com o artigo 10º (quinto travessão) da DSI, que prevê que “caso seja criada uma sucursal, as respectivas regras de organização não poderão estar em contradição com as normas de conduta estabelecidas pelo Estado-Membro de acolhimento”.

## VII. CONCLUSÕES

A presente Comunicação analisa a forma como os Estados-Membros implementam as normas de conduta exigidas pelo artigo 11º. Conduz às conclusões que se enunciam em seguida.

- Apesar de os Estados-Membros divergirem quanto ao conteúdo de pormenor e à forma de implementação, os regimes nacionais de normas conduta parecem proporcionar um nível equivalente de protecção aos investidores profissionais, na medida em que permitem aos investidores com maiores conhecimentos técnicos tomarem decisões informadas acerca da natureza dos serviços que lhe são propostos.
- O requisito genérico de distinguir os investidores profissionais dos restantes investidores encontra-se patente na maior parte dos textos legislativos de transposição. Todavia, a implementação prática desta distinção varia consideravelmente entre Estados-Membros, o que faz com que as empresas de investimento possam ser classificadas diferentemente, para efeitos de transacções semelhantes, em Estados-Membros diferentes. Consequentemente, as empresas de investimento que operam numa base transfronteiras podem estar sujeitas a requisitos em matéria de normas de conduta qualitativamente distintos.
- Os Estados-Membros aplicam normas de conduta internas aos serviços de investimento provenientes do exterior, independentemente de o país do prestador de serviços utilizar ou não normas de conduta que proporcionam uma protecção equivalente.

O resultado – conjugação de uma insegurança jurídica com requisitos sobrepostos – é prejudicial e altamente perturbador para a prestação transfronteiras de serviços de investimento. Estes custos podem ser evitados – no que diz respeito aos serviços de investimento inter-profissionais – através de uma distinção coerente e sistemática entre os investidores profissionais e os pequenos investidores.

O nº 1 do artigo 11º contém uma obrigação clara, para as autoridades nacionais, de estabelecerem uma distinção entre os investidores profissionais e os restantes investidores para efeitos de aplicação das normas de conduta. A Comissão considera que esta obrigação não depende da prévia harmonização do conteúdo das normas de conduta. Apesar de a DSI não prever uma definição clara da “condição profissional” dos investidores, o FESCO acordou recentemente um padrão comum para a categorização dos investidores profissionais. Ao ter em conta a natureza profissional dos investidores para efeitos do nº1 do artigo 11º, as autoridades nacionais poderão ter interesse em ter em consideração o acordo alcançado a nível do FESCO sobre a classificação dos investidores como investidores profissionais ou pequenos investidores.

A presente Comunicação define também uma possível abordagem para orientar as autoridades do país de acolhimento no exercício das suas competências em matéria de aplicação das normas de conduta, nos termos do nº2 do artigo 11º, e no âmbito do "interesse geral". As autoridades do país de acolhimento poderiam nomeadamente procurar aplicar os requisitos contidos nas normas de conduta de modo proporcionado às necessidades concretas de protecção dos investidores. A presente Comunicação salientou diversos elementos que parecem indicar que *os investidores*

*profissionais, tal como definidos na categoria 1 da classificação da FESCO, que possuem os conhecimentos técnicos necessários para avaliar as características de uma transacção de investimento que lhes é proposta, podem, ao contratar serviços de investimento, ser apenas abrangidos pela protecção proporcionada pelas normas de conduta do país do prestador.* A aplicação das normas de conduta por parte das autoridades de supervisão do país de origem oferece uma protecção equivalente para esta categoria de investidores.

A Comunicação conclui que os pequenos investidores carecem da protecção proporcionada pela aplicação das normas de conduta do país de acolhimento. A medida em que a aplicação dessas normas de conduta constitui uma medida proporcionada para a protecção dos pequenos investidores pode ser revista se, por exemplo, os esforços actualmente desenvolvidos pelo FESCO no sentido de normalizar a protecção proporcionada pelas normas de conduta aos investidores não-profissionais conduzir a uma convergência das práticas nacionais.

A presente Comunicação considera também o papel e as responsabilidades das autoridades de supervisão do país de origem e de acolhimento em termos da implementação das normas de conduta por parte das sucursais de empresas de investimento. A efectiva supervisão das normas de conduta será reforçada pela proximidade entre a autoridade de supervisão e a parte da empresa que trata com o cliente. O que parece indicar que a autoridade do país em que a sucursal se localiza está melhor colocada para controlar a relação entre a sucursal e o cliente do que a autoridade de supervisão do país da empresa-mãe. Tanto o princípio do “interesse geral” como o disposto na DSI defendem esta tese. Esta conclusão é válida para os serviços de investimento prestados pela sucursal quer a investidores profissionais quer a pequenos investidores.

A aplicação da distinção entre investidores profissionais e pequenos investidores poderá facilitar a prestação transfronteiras de serviços de investimento aos investidores profissionais, sem exigir uma alteração formal da DSI. Todavia, a segurança e a clareza jurídica são argumentos em favor de uma alteração formal do artigo 11º e disposições conexas da DSI. A Comunicação paralela que preconiza uma modernização integral da DSI será objecto de um processo alargado de consulta junto das autoridades nacionais, das entidades de supervisão e dos operadores do mercado, ao longo dos próximos meses. A presente Comunicação traça as linhas gerais de uma possível modificação da DSI. Os participantes nesse processo de consulta podem desejar ter em consideração a análise contida no presente documento, inspirando as suas observações e respostas sobre a revisão da DSI na referida análise.