



COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 24.7.2020
COM(2020) 280 final

2020/0152 (COD)

Proposta de

DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

que altera a Diretiva 2014/65/UE no respeitante aos requisitos de informação, à governação dos produtos e aos limites às posições a fim de contribuir para a recuperação na sequência da pandemia de COVID-19

(Texto relevante para efeitos do EEE)

{SWD(2020) 120 final}

EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS

1. CONTEXTO DA PROPOSTA

1.1. Razões e objetivos da proposta

Os Estados-Membros da UE foram gravemente afetados pela crise económica resultante da pandemia de COVID-19. É necessário, por conseguinte, reagir rapidamente para prestar apoio aos participantes nos mercados de capitais. Na Comunicação da Comissão, de 13 de março de 2020, intitulada «Resposta económica coordenada ao surto de COVID-19», a Comissão salientou a importância de assegurar a liquidez do setor financeiro da UE e combater uma recessão que se poderá materializar, mediante ações a todos os níveis. Além disso, em 27 de maio de 2020, na Comunicação intitulada «A Hora da Europa: Reparar os Danos e Preparar o Futuro para a Próxima Geração», a Comissão apresentou instrumentos fundamentais para apoiar o Plano de Recuperação da Europa, incluindo medidas que visam relançar a economia e apoiar o investimento privado. Esta comunicação salientou igualmente que a liquidez e o acesso ao financiamento constituirão um desafio permanente para as empresas.

A finalidade desta alteração específica é proporcionar as melhores condições possíveis às economias europeias para que estas possam superar a atual pandemia de COVID-19. As regras em matéria de serviços de investimento podem ser essenciais para promover a recapitalização das empresas europeias à medida que emergem da crise. O regime modificado aplicável às mercadorias permitirá às empresas na economia real reagir à volatilidade do mercado, viabilizando simultaneamente contratos emergentes de mercadorias, que também são importantes para promover o papel internacional do euro. A presente revisão é motivada por dois objetivos principais:

- facilitar os investimentos na economia real, e
- permitir uma rápida recapitalização das empresas europeias.

A fim de assegurar que as instituições e os intermediários financeiros possam cumprir a sua função essencial no financiamento da economia real, é conveniente promover ajustamentos específicos de alguns requisitos da Diretiva 2014/65/UE («MiFID II»). Em 2019, algumas partes interessadas já alertavam a Comissão para o facto de vários aspetos das regras de distribuição da MiFID II serem desnecessários ou considerados excessivamente onerosos. A atual pandemia de COVID-19 reforça a necessidade de suprimir encargos formais que não sejam estritamente necessários. Uma perspetiva especificamente ajustada dos requisitos para os investidores libertaria também mais recursos para fazer face às consequências da pandemia de COVID-19. A Comissão procura, por conseguinte, reajustar estes aspetos para alcançar o melhor equilíbrio entre um nível suficiente de transparência para com os clientes, as mais elevadas normas de proteção e custos de conformidade aceitáveis para as empresas.

Neste contexto, a presente alteração da MiFID II no que respeita aos investimentos em instrumentos financeiros tem como objetivo suprimir encargos administrativos resultantes das regras em matéria de documentação e divulgação que não são compensados por aumentos correspondentes da proteção dos investidores. Por outro lado, o presente documento reajusta os limites às posições e o correspondente regime de isenção de cobertura, a fim de promover mercados emergentes denominados em euros.

1.2. Coerência com as disposições existentes da mesma política setorial

Embora estabeleça medidas extraordinárias para atenuar o impacto da pandemia de COVID-19 e apoiar a recuperação económica, a presente proposta permanece alinhada com os objetivos globais da MiFID II de fomentar a transparência e integridade dos mercados e promover a proteção dos investidores.

1.3. Coerência com outras políticas da União

A presente proposta legislativa que altera a MiFID II faz parte de um conjunto de medidas destinadas a facilitar a recuperação económica após a pandemia de COVID-19, que inclui também propostas legislativas que alteram o Regulamento «Prospeto»¹, o Regulamento «Titularização»² e o Regulamento «Requisitos Fundos Próprios»³.

A presente proposta legislativa visa também complementar os objetivos da União dos Mercados de Capitais de diversificar as fontes de financiamento do mercado para as empresas europeias e facilitar os investimentos transfronteiras.

Além disso, esta iniciativa deve ser coerente com quaisquer propostas adicionais que a Comissão procure desenvolver em diferentes domínios de intervenção para atenuar o impacto da pandemia de COVID-19 nos mercados de capitais, incluindo os instrumentos fundamentais de apoio à recuperação apresentados na Comunicação da Comissão intitulada «A Hora da Europa: Reparar os Danos e Preparar o Futuro para a Próxima Geração», de 27 de maio de 2020.

2. BASE JURÍDICA, SUBSIDIARIEDADE E PROPORCIONALIDADE

2.1. Base jurídica

A alteração proposta tem a mesma base jurídica que o ato legislativo alterado, ou seja, o artigo 53.º, n.º 1, do TFUE, que permite a adoção de medidas para a aproximação das disposições nacionais no que respeita ao acesso à atividade de empresas de investimento, mercados regulados e prestadores de serviços de dados.

2.2. Subsidiariedade (no caso de competência não exclusiva)

Nos termos do artigo 4.º do TFUE, a intervenção da UE para completar o mercado interno deve ser apreciada à luz do princípio da subsidiariedade consignado no artigo 5.º, n.º 3, do Tratado da União Europeia (TUE). Os objetivos das medidas propostas destinam-se a complementar a legislação da UE já existente, podendo portanto ser mais bem alcançados ao nível da UE do que através de diferentes iniciativas nacionais. Os mercados financeiros assumem uma natureza intrinsecamente transfronteiriça, a qual tem vindo a tornar-se cada vez mais acentuada. As condições em que as empresas e os operadores podem concorrer neste contexto, incluindo em matéria de proteção dos investidores, devem assumir uma natureza

¹ Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE.

² Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, que estabelece um regime geral para a titularização e cria um regime específico para a titularização simples, transparente e padronizada, e que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 648/2012.

³ Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

comum a nível transfronteiras e encontram-se no cerne da atual MiFID II. Em virtude desta integração, a intervenção nacional a título isolado é muito menos eficiente, sendo conducente à fragmentação dos mercados o que, por seu turno, se traduz na arbitragem regulamentar e na distorção da concorrência. Por exemplo, níveis diferentes de proteção dos investidores entre Estados-Membros conduziram a uma fragmentação dos mercados, comprometeram a eficiência e resultariam numa arbitragem regulamentar prejudicial.

2.3. Proporcionalidade

A proposta toma plenamente em consideração o princípio da proporcionalidade, nos termos da qual a ação da UE deve ser suficiente para alcançar os objetivos e não deve exceder a medida do necessário. As medidas propostas para atenuar os encargos nas empresas de investimento respeitam o princípio da proporcionalidade. Em especial, a necessidade de assegurar um equilíbrio entre a proteção dos investidores, a eficiência dos mercados e os custos para o setor foi central na definição destes requisitos. Não só foram avaliadas isoladamente todas as opções propostas em relação ao objetivo de proporcionalidade, como também a falta de proporcionalidade das regras existentes foi apresentada como um problema independente. As alterações são, portanto, compatíveis com o princípio da proporcionalidade, tendo em conta o equilíbrio adequado entre o interesse público pertinente e a relação custo-eficácia da medida.

2.4. Escolha do instrumento

Propõe-se que as medidas sejam implementadas alterando a MiFID II através de uma diretiva. De facto, as medidas propostas dizem respeito a disposições já existentes incorporadas nos referidos instrumentos jurídicos ou visam aprofundá-las. O artigo 53.º, n.º 1, do TFUE permite a adoção de atos sob a forma de uma diretiva. Por conseguinte, as alterações à Diretiva 2014/65/UE apenas podem ser realizadas através da adoção de uma diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2014/65/UE.

3. RESULTADOS DAS AVALIAÇÕES *EX POST*, DAS CONSULTAS DAS PARTES INTERESSADAS E DAS AVALIAÇÕES DE IMPACTO

3.1. Avaliação de impacto

A presente proposta não vem acompanhada de uma avaliação de impacto separada. Dada a urgência da adoção de medidas para apoiar a recuperação, a avaliação de impacto foi substituída por uma avaliação custos-benefícios incluída no documento de trabalho dos serviços da Comissão que apoia o pacote de recuperação dos mercados de capitais. A proposta visa principalmente, por razões excecionais decorrentes da atual pandemia de COVID-19, promover uma aplicação simplificada dos requisitos regulamentares, mantendo elevados níveis de proteção dos clientes não profissionais e permitindo maior flexibilidade aos clientes grossistas, bem como assegurar mercados de mercadorias em pleno funcionamento que possam desempenhar o seu importante papel na recuperação das economias da UE. O documento de trabalho dos serviços da Comissão que apoia o pacote de recuperação dos mercados de capitais contém uma análise das medidas propostas.

3.2. Direitos fundamentais

A proposta respeita os direitos fundamentais e observa os princípios reconhecidos na Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia, em especial a liberdade de empresa (artigo 16.º) e a defesa dos consumidores (artigo 38.º). Como esta iniciativa visa atenuar os encargos administrativos impostos às empresas de investimento mantendo elevadas normas existentes para os clientes não profissionais, contribuiria para melhorar a liberdade de empresa.

4. INCIDÊNCIA ORÇAMENTAL

Não se prevê que a presente iniciativa tenha incidência no orçamento da UE.

5. OUTROS ELEMENTOS

5.1. Planos de execução e acompanhamento, avaliação e prestação de informações

Uma vez que a alteração visa atenuar os efeitos da pandemia de COVID-19, uma aplicação célere da alteração produziria maiores benefícios. Espera-se, portanto, que a alteração proposta seja aplicável o mais rapidamente possível.

Paralelamente, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) continuará a recolher os dados necessários para acompanhar os efeitos da pandemia de COVID-19 nas empresas de investimento e nas atividades de investimento na Europa e a forma como a pandemia afeta os mercados e as práticas de supervisão. Tal permitirá uma avaliação futura dos novos instrumentos políticos. Além disso, os serviços da Comissão continuarão a acompanhar atentamente a evolução recente e a participar nos fóruns pertinentes, como o Comité Europeu dos Valores Mobiliários (CEVM).

O cumprimento e a execução serão assegurados de forma contínua e, sempre que necessário, mediante a instauração pela Comissão de processos de infração por falta de transposição ou por transposição ou aplicação incorreta das medidas legislativas. A comunicação de infrações ao direito da UE pode ser encaminhada através do Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF), incluindo as autoridades nacionais competentes e a ESMA.

5.2. Explicação pormenorizada das disposições específicas da proposta

5.2.1. Alterações nos requisitos de informação

As alterações propostas reajustam criteriosamente requisitos específicos, a fim de alcançar um equilíbrio mais adequado entre os objetivos de proteger os investidores, por um lado, e de facilitar a prestação de serviços de investimento de elevada qualidade, por outro. Para assegurar que os clientes não profissionais obtenham um nível elevado de proteção dos investidores, as alterações efetuam um ajustamento criterioso das disposições relativas a clientes não profissionais, clientes profissionais e contrapartes elegíveis. Um número limitado de simplificações é transversal às diferentes categorias de investidores (por exemplo, a eliminação progressiva da informação em papel), mas a maior parte das alterações no atual conjunto de regras concentra-se em proporcionar simplificações aos clientes profissionais e às contrapartes elegíveis.

O quadro abaixo apresenta uma **síntese** das alterações propostas e identifica as categorias de investidores afetadas por estas alterações:

Alterações nos requisitos de informação	
Eliminação progressiva do método predefinido de comunicação em papel.	Os novos números no artigo 24.º assegurarão que os documentos sejam apresentados em formato eletrónico. Contudo, os clientes não profissionais podem optar pela informação em papel.
Divulgação de custos e encargos: introdução de uma isenção para as	Nos termos dos artigos 29.º-A e 30.º, as contrapartes elegíveis e os clientes

contrapartes elegíveis e para os clientes profissionais relativamente a serviços que não a consultoria para investimento e a gestão de carteiras.	profissionais ficam isentos dos requisitos de divulgação de custos e encargos quando estão em causa serviços que não a consultoria para investimento e a gestão de carteiras. Além disso, em caso de comunicação à distância, todos os clientes que utilizam todos os serviços devem poder, em determinadas condições, receber informações sobre os custos e encargos logo após a transação (artigo 24.º, n.º 4).
Simplificação dos requisitos de notificação ex post: em especial, o requisito de notificação de perdas no final do dia promove uma perspetiva de curto prazo junto dos investidores inexperientes e fomenta um «comportamento de rebanho» que não favorece perspetivas informadas do mercado. Os clientes profissionais podem fazê-lo voluntariamente.	O artigo 25.º, n.º 6, é adicionado às medidas de que as contrapartes elegíveis e os clientes profissionais são isentos e a que os clientes profissionais podem aderir voluntariamente.
Suspensão do relatório de execução nas melhores condições: na sua forma atual, os relatórios de execução nas melhores condições não são lidos pelos investidores, enquanto a empresa de investimento do lado comprador recebe todas as informações pertinentes por outros meios (por exemplo, reuniões com sociedades de corretagem). Para reduzir os encargos da elaboração de relatórios, a obrigação de os elaborar é suspensa até ser concluída uma análise exaustiva de uma possível simplificação dos relatórios.	É aditado um novo parágrafo ao artigo 27.º, n.º 3, que exclui temporariamente a obrigação de apresentação dos relatórios.
Simplificação da avaliação custo-benefício: no âmbito da avaliação de adequação para relações já existentes, as empresas são obrigadas a obter informações sobre o cliente para realizar uma avaliação custo-benefício caso «mudem» de produto durante uma relação contínua. Para os clientes profissionais, esta obrigação é excessivamente onerosa.	É inserido um novo parágrafo no artigo 25.º, n.º 2, que estabelece os requisitos para a avaliação custo-benefício, conforme estabelecidos atualmente no artigo 54.º, n.º 11, do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, adicionando uma isenção combinada com a possibilidade de cumprimento voluntário pelos clientes profissionais.
Governança de produtos: para facilitar o financiamento da economia, as obrigações com cláusulas de reembolso antecipado ficam isentas do regime de governança de produtos.	O artigo 16.º, n.º 3, segundo a sexto parágrafos, e o artigo 24.º, n.º 2, deixam de se aplicar às obrigações de empresas com cláusulas de reembolso antecipado.

Descrição pormenorizada das medidas:

(a) Eliminação progressiva do método predefinido de comunicação em papel

Atualmente, a MiFID II exige que todos os relatórios e informações sobre investidores sejam fornecidos num «suporte duradouro», que inclui formatos eletrónicos (por exemplo, correio eletrónico), mas o papel continua a ser o método predefinido de comunicação (quando é exigido um suporte duradouro). Uma vez que os clientes conseguem geralmente ver as suas carteiras de investimentos em linha (ou contactar a sua empresa de investimento quando necessário), obrigá-los a apresentar uma série de declarações em papel passou a ser dispensável. O cumprimento deste requisito introduzido pela MiFID II impõe encargos financeiros consideráveis aos bancos e desacelera o processo de investimento.

Por um lado, algumas empresas tiveram dificuldade em prestar informações em papel aos clientes durante a pandemia de COVID-19 e, por outro, esta opção predefinida para comunicação não está em consonância com os objetivos do Pacto Ecológico e da agenda de financiamento digital da Comissão. Tendo em conta que a contração económica provocada pela pandemia de COVID-19 tornou ainda mais urgente facilitar o processo de investimento, a fim de aumentar as alternativas de financiamento das empresas europeias e permitir que as empresas de investimento utilizem os recursos de forma mais eficiente, a opção predefinida para todas as comunicações com clientes deve ser o formato eletrónico (correio eletrónico, uma página Web específica ou uma caixa de correio eletrónico). A opção predefinida selecionada deve posteriormente ser utilizada para fornecer todos os documentos de informação, a fim de assegurar que o cliente consegue aceder facilmente a todas as suas informações num só local. A comunicação em papel deve, pois, ser progressivamente eliminada, no prazo mais curto possível. Os investidores não profissionais continuarão a ter a possibilidade de optar por receber as informações em papel se o pretenderem.

(b) Introdução de uma isenção para contrapartes elegíveis e clientes profissionais relativamente à informação sobre custos e encargos

A informação sobre custos e encargos visa proporcionar aos investidores níveis básicos de transparência em matéria de formação de preços e permitir-lhes comparar ofertas. Atualmente, os requisitos de informação sobre custos e encargos aplicam-se de igual forma a todas as categorias de clientes. Contudo, os clientes profissionais, as contrapartes elegíveis e a ESMA⁴ indicaram unânime e repetidamente à Comissão que estes requisitos não têm qualquer benefício quando estão em causa serviços que não a consultoria para investimento e a gestão de carteiras. Estes clientes têm uma relação diferente com as suas empresas de investimento em comparação com os clientes não profissionais; em muitos casos, estes participantes no mercado conhecem as condições de mercado e os preços dos diferentes prestadores de serviços, mas também definem eles próprios as condições da transação em causa. Além disso, os clientes profissionais e as contrapartes elegíveis colocam geralmente um grande número de ordens de valor elevado, superior ao dos investidores não profissionais, e atribuem grande importância à execução rápida das ordens. Por conseguinte, os clientes grossistas colocam, por sua iniciativa, as empresas de consultoria para investimento e empresas de corretagem em concorrência quando solicitam preços para as suas transações. Assim, estes grupos de investidores conseguem maior influência e controlo dos preços do que o cliente não profissional médio. A simplificação do requisito de prestação de informações que, aparentemente, não são utilizadas pelas contrapartes elegíveis nem pelas contrapartes

⁴

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-advises-european-commission-inducements-and-costs-and-charges-disclosures>.

profissionais permite individualizar as informações e proporcionar aos clientes grossistas os dados de que estes necessitam.

A redução da burocracia tornou-se ainda mais urgente durante a pandemia de COVID-19, que colocou sob pressão o sistema económico e financeiro da UE. A simplificação do processo de investimento para os clientes grossistas é suscetível de proporcionar opções de financiamento alternativas às empresas que precisam de novos capitais próprios. Com o aditamento de um novo artigo 29.º-A e a alteração do artigo 30.º, n.º 1, da MiFID II, as contrapartes elegíveis e os clientes profissionais ficarão totalmente isentos de obter as informações sobre custos e encargos relativamente a serviços que não a consultoria para investimento e a gestão de carteiras. Para os clientes não profissionais, o requisito permanece inalterado.

- (c) Autorização de uma transmissão diferida das informações sobre custos quando se utilizam canais de comunicação à distância

O artigo 24.º da MiFID II inclui requisitos de informação pormenorizados. Muitas transações, com todas as categorias de clientes, tendem a ser concluídas por telefone ou por meios eletrónicos. Todas as categorias de clientes esperam atualmente uma execução imediata destas «ordens à distância», considerando-a uma característica normal dos serviços de investimento. A prestação de informações *ex ante* sobre os custos gera desfasamentos temporais e um risco de movimentos de preços adversos entre a receção e a execução de uma ordem. Em muitos casos, o requisito de divulgação *ex ante* sistemática dos custos seria desvantajoso para os clientes. Estas circunstâncias não permitiram nem garantiriam informações *ex ante* sobre os custos, principalmente porque o cliente suportaria o risco de mercado dos movimentos de preços adversos no período entre a preparação e a prestação das informações *ex ante* sobre os custos.

A pandemia de COVID-19 intensificou a utilização de serviços de investimento eletrónicos e, consequentemente, aumentou a necessidade de uma execução eficiente e rápida das transações em linha e por telefone. Uma vez que a aplicação atual dos requisitos de divulgação *ex ante* dos custos conduz a atrasos na execução das transações de participantes para quem o tempo é essencial e que estes efeitos podem, por conseguinte, ter um impacto negativo na execução nas melhores condições, os clientes devem ter a possibilidade de autorizar uma transmissão diferida dos documentos de informação sobre os custos.

- (d) Simplificação dos relatórios sobre o serviço prestado

A MiFID II exige que as empresas de investimento enviem declarações *ex post* aos clientes relativamente aos serviços que receberam. As contrapartes elegíveis e os clientes profissionais devem ficar totalmente isentos de obter as declarações *ex post*. Os clientes profissionais, por seu turno, devem poder optar por receber estas declarações. Dar a estes clientes a possibilidade de optar assegurará que os clientes interessados em receber estas declarações possam continuar a fazê-lo e, inversamente, os clientes que não retiram quaisquer benefícios da receção destas informações normalizadas possam não as receber.

Por exemplo, o artigo 25.º, n.º 6, da MiFID II obriga as empresas a apresentar aos clientes, após a transação, relatórios sobre o serviço prestado. Estes relatórios incluem a notificação de perdas que é necessário apresentar quando existem perdas de 10 % na carteira. Estes relatórios foram considerados pouco úteis ou mesmo confusos para alguns clientes, principalmente quando os mercados estão extremamente voláteis, como sucedeu durante a pandemia de COVID-19. A pandemia de COVID-19 demonstrou que uma informação individualizada e tempestiva é muito mais útil para os clientes grossistas do que relatórios apresentados por força da volatilidade ou de um mero prazo administrativo. A fim de permitir que as empresas

e os clientes se concentrem em apresentar e receber (ou seja, em fazer circular ativamente) informações que lhes são úteis, especialmente em contextos de mercado complexos, estes relatórios deixam de se aplicar às contrapartes elegíveis, enquanto os clientes profissionais podem escolher recebê-los ou não.

(e) Renúncia dos investidores profissionais à avaliação custo-benefício em caso de mudança

O artigo 25.º, n.º 2, da MiFID II exige que as empresas efetuem uma avaliação da adequação quando prestam serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras. Esta disposição aplica-se aos clientes profissionais e não profissionais. As contrapartes elegíveis são excluídas no artigo 30.º, n.º 1. No que diz respeito aos clientes que são clientes profissionais mediante pedido⁵, as empresas devem obter as informações necessárias à formação de uma base razoável para determinar se a transação específica a recomendar ou assumir cumpre os objetivos de investimento do cliente, incluindo o seu nível de tolerância ao risco, e se o cliente tem capacidade financeira para suportar quaisquer riscos de investimento relacionados em consonância com os seus objetivos de investimento. Em relação aos clientes profissionais conforme listados no anexo II, primeiro parágrafo, da MiFID II, as empresas podem presumir que o cliente tem capacidade para suportar financeiramente os riscos de investimento.

No caso das relações já existentes, as empresas são atualmente obrigadas a realizar uma avaliação custo-benefício de determinadas atividades da carteira que implicam uma «mudança» de produtos. Neste contexto, antes de proceder a uma mudança de produto, as empresas de investimento são obrigadas a obter as informações necessárias junto do cliente e a conseguir demonstrar que os custos superam os benefícios. Considera-se que os testes de adequação em caso de mudança de produto se aplicam a todas as atividades da carteira e não às mudanças para que foram concebidos, como a compra e venda de um produto «equivalente» (por exemplo, a venda de um fundo de participações europeu e a compra de um fundo de índice cotado de participações europeu que tenham globalmente as mesmas características).

Para facilitar a rápida capitalização da economia real, o processo de mudança das estratégias de investimento pelos clientes grossistas deve ser o mais célere possível. A facilitação da mudança incentivará também os clientes grossistas a investir em modelos de negócio diferentes ou novos e, por conseguinte, ajudará um leque mais vasto de empresas numa fase inicial do processo de recuperação. Por conseguinte, os clientes profissionais devem poder escolher se esta medida lhes é aplicável. Para o efeito, os requisitos substantivos conforme atualmente estabelecidos no artigo 54.º, n.º 11, do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 serão aditados ao artigo 25.º, n.º 2, da MiFID II e será incluída uma referência a esta disposição na lista de disposições de que os clientes profissionais estão isentos, mas que podem cumprir voluntariamente.

(f) Governação de produtos

Os requisitos de governação de produtos aplicam-se atualmente a todos os instrumentos financeiros, independentemente do tipo de cliente, embora se afigure pouco vantajoso avaliar as especificidades de uma obrigação ordinária quando as transações ocorrem entre contrapartes elegíveis. Nas suas orientações em matéria de governação de produtos⁶, a ESMA

⁵ Com base no anexo II, capítulo II, segundo parágrafo, da MiFID II.

⁶ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_requirements_0.pdf.

já abordou parcialmente esta falta de proporcionalidade, recomendando explicitamente maior flexibilidade para os «produtos não complexos».

As partes interessadas na consulta sobre a MiFID II apresentaram provas de que as regras em matéria de governação de produtos relativas a instrumentos específicos, geralmente designados por emissões de «obrigações ordinárias», impediram uma afetação do capital otimizada através de mercados secundários dinâmicos. Devido à atual crise provocada pela pandemia de COVID-19, é indispensável facilitar a emissão de capital. Os emitentes e os investidores devem dispor dos instrumentos necessários para emitir facilmente novo capital e obter facilmente acesso a uma base de investidores maior. Quanto mais cedo estes instrumentos estiverem operacionais, melhor será para empresas e investidores.

Por conseguinte, a presente proposta suprime os requisitos em matéria de governação de produtos para obrigações simples de empresa com cláusulas de reembolso antecipado (que constituem elementos de proteção dos investidores). O objetivo desta isenção, que teria de ser complementada por uma regra clara segundo a qual uma cláusula de reembolso antecipado, por si só, não transforma estes instrumentos num pacote de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIP), é assegurar a disponibilidade de mais obrigações ordinárias de empresa para os investidores não profissionais. Esta isenção específica permitirá que os emitentes tirem partido de uma base de investidores alargada, possibilitará que os investidores não profissionais mais sofisticados disponham de uma maior base de escolha de instrumentos e manterá a proteção para todas as categorias de investidores, independentemente da sua categoria, no acesso a produtos complexos. É essencial num pacote de recuperação que os clientes não profissionais possam obter exposição a produtos de rendimento fixo, já que estes são fundamentais para efeitos de diversificação e de redução dos riscos.

(g) Relatórios de execução nas melhores condições

O artigo 27.º, n.º 3, da MiFID II exige que cada plataforma de negociação e internalizador sistemático, no caso dos instrumentos financeiros sujeitos à obrigação de negociação nos termos dos artigos 23.º e 28.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014 («MiFIR»), coloque à disposição do público, periodicamente, os dados relativos à qualidade da execução das transações nessa plataforma. Estes relatórios periódicos devem incluir informações sobre preços, custos, rapidez e probabilidade de execução para determinados instrumentos, que são especificadas no Regulamento Delegado (UE) 2017/575 («NTR 27»). As partes interessadas indicam que os relatórios raramente são lidos pelos investidores, como demonstra o número muito reduzido de transferências dos relatórios a partir do respetivo sítio Web. Presume-se, portanto, que os investidores podem não fazer, ou efetivamente não fazem, quaisquer comparações significativas entre empresas com base nestes dados. Além disso, as empresas do lado comprador informaram que recebem todas as informações pertinentes sobre a execução nas melhores condições por outros meios (por exemplo, reuniões com sociedades de corretagem). A atual crise reforçou a urgência de resolver problemas relacionados com a dispendiosa elaboração dos relatórios de execução nas melhores condições. A ESMA confirma este facto quando afirma que as empresas poderão ter de preterir o trabalho de publicação destes relatórios devido às circunstâncias excecionais criadas pela pandemia de COVID-19⁷.

⁷ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-clarifications-best-execution-reports-under-mifid-ii>.

Por conseguinte, o requisito de publicação do relatório de execução nas melhores condições deve ser suspenso. Tal libertaria recursos atualmente utilizados na elaboração do relatório, deixando de exigir que as empresas e os locais de execução invistam num trabalho de execução dispendioso. Esta opção não implica uma diminuição da proteção dos investidores, já que estes simplesmente não leem, neste momento, os relatórios e que as empresas do lado comprador recebem as informações pertinentes por outros meios. No contexto da revisão completa da MiFID II, em 2021, a Comissão avaliará se o requisito de publicação do relatório deve ser suprimido a título definitivo ou se os relatórios devem ser reintroduzidos numa forma revista.

5.2.2. *Medidas que afetam os mercados de derivados de energia*

As alterações propostas reajustam criteriosamente o regime de limites às posições e o âmbito de aplicação da isenção de cobertura, a fim de assegurar que os mercados emergentes denominados em euros consigam prosperar e permitir que os produtores e fabricantes possam cobrir os seus riscos mantendo, simultaneamente, a integridade dos mercados de mercadorias, com exceção das mercadorias agrícolas, em especial as que têm como elementos subjacentes alimentos para consumo humano.

O quadro abaixo apresenta uma síntese das alterações propostas:

Alterações no domínio dos mercados de mercadorias (exceto agricultura)	
Alteração dos limites às posições: na sua forma atual, o regime de limites às posições afetou negativamente a liquidez em novos mercados de mercadorias. Para assegurar que os novos mercados de mercadorias tenham condições para se desenvolver, os limites às posições são limitados a derivados de mercadorias agrícolas ou derivados de mercadorias designados como significativos ou críticos. A ESMA é mandatada para elaborar projetos de normas de regulamentação a fim de definir os derivados agrícolas sujeitos a limites às posições e definir derivados críticos ou significativos sujeitos a limites às posições. No caso dos derivados críticos ou significativos, a ESMA deve ter em conta um volume bruto de posição aberta de 300 000 lotes, em média, num ano, bem como o número de participantes no mercado e a mercadoria subjacente. No que diz respeito aos derivados agrícolas, deve ser colocada especial ênfase nos derivados que têm alimentos para consumo humano como elementos subjacentes. Supressão do conceito de «mesmo contrato»: no que respeita aos locais de execução concorrentes que negociam	Alteração do artigo 57.º que modifica o âmbito de aplicação dos limites às posições de forma a aplicar-se apenas aos contratos agrícolas e os contratos significativos ou críticos. Alteração do artigo 57.º, n.º 6, no que respeita aos limites às posições para «mesmos contratos» e do artigo 58.º, n.º 2, no que respeita à comunicação das posições à autoridade competente central

derivados de mercadorias baseados no mesmo elemento subjacente e com as mesmas características, a definição atual de «mesmo contrato» prejudica os mercados menos líquidos. Para assegurar condições de concorrência equitativas, o conceito de «mesmo contrato» é suprimido e substituído por uma abordagem mais colaborativa entre as autoridades competentes (AC). Reforço dos controlos de gestão de posições: existem diferenças significativas na forma como as posições são geridas pelas plataformas de negociação. Por conseguinte, os controlos de gestão de posições serão reforçados quando necessário. A ESMA é mandatada para clarificar o teor dos controlos de gestão de posições, tendo em conta as características das plataformas de negociação em causa.	para os mesmos contratos. Alteração do artigo 57.º, n.º 8, de forma a alargar o acesso às informações previstas na alínea b) a posições detidas em contratos relacionados noutras plataformas de negociação e OTC através de membros e participantes, sempre que se justifique.
Introdução de uma definição restrita de isenção de cobertura: – esta isenção de cobertura estará disponível quando, num grupo essencialmente comercial, uma pessoa tiver sido registada como uma empresa de investimento e negociar em nome do grupo, – é também introduzida uma isenção de limites às posições para contrapartes financeiras e não financeiras para posições que resultem de transações realizadas para cumprir obrigações de provisões de liquidez. A ESMA é mandatada para introduzir a definição restrita de isenção de cobertura e a isenção do fornecimento de liquidez, definindo um procedimento a cumprir pelas pessoas para aplicar a isenção em causa. Exclusão dos derivados titularizados do regime de limites às posições, uma vez que o atual regime de limites às posições não reconhece as características únicas destes instrumentos.	No artigo 57.º, n.º 1, é introduzida uma isenção de cobertura para – contrapartes financeiras que atuam como entidades para o mercado de um grupo comercial, relativamente às posições detidas para reduzir os riscos das entidades comerciais do grupo; – contrapartes financeiras e não financeiras, relativamente às posições que resultem, de forma objetivamente mensurável, de transações concluídas para cumprir obrigações de assegurar a liquidez numa plataforma de negociação, em conformidade com o artigo 2.º, n.º 4, quarto parágrafo, alínea c). No artigo 57.º, n.º 1, é introduzida uma isenção para os instrumentos financeiros definidos no artigo 4.º, n.º 1, ponto 44, alínea c), que digam respeito a uma mercadoria ou a um elemento subjacente referido no anexo I, secção C, ponto 10.
Simplificação do teste de atividade	O artigo 2.º, n.º 1, alínea j), é alterado para

auxiliar , dado que os testes quantitativos do teste de atividade auxiliar são particularmente complexos e não alteraram o <i>statu quo</i> no que respeita às pessoas elegíveis para a isenção.	suprimir todos os elementos quantitativos.
---	--

As medidas estabelecidas para os limites às posições e a isenção de cobertura para os derivados de energia estão interligadas. Na medida em que desempenhem um papel útil, os limites às posições não devem impedir as sociedades comerciais de efetuar transações de redução do risco. Por conseguinte, reduzir o âmbito de aplicação do regime de limites às posições de forma a abranger apenas os derivados de mercadorias mais desenvolvidos diminui a necessidade de isenções de cobertura. É por isso que Comissão tem em consideração medidas específicas relativas à isenção de cobertura combinadas com os limites às posições para derivados de referência críticos.

(a) Regime de limites às posições para contratos de referência críticos

A pandemia de COVID-19 e as suas consequências económicas acentuaram os problemas e a inflexibilidade do regime de limites às posições da MiFID II. Foi demonstrado que vários limites às posições nos mercados de derivados de mercadorias estão desatualizados, e o seu ajustamento à rápida evolução das condições de mercado exige o cumprimento de processos de alteração morosos. Os limites às posições passam a aplicar-se apenas aos derivados com derivados agrícolas, em especial os alimentos para consumo humano, enquanto derivados subjacentes e de mercadorias em plataformas de negociação, e aos derivados OTC economicamente equivalentes (EEOTC) designados como significativos ou críticos.

A Comissão mandata a ESMA para elaborar projetos de normas técnicas de regulamentação (NTR), a fim de determinar as características dos derivados que os tornam elegíveis como derivados significativos ou críticos e de definir os derivados agrícolas sujeitos a limites às posições, em especial os que têm alimentos para consumo humano como elementos subjacentes. No caso dos derivados significativos e críticos, os critérios incluem uma posição aberta de 300 000 lotes num ano, bem como o número de participantes ativos no mercado e a mercadoria subjacente. Um limiar de posição aberta para os derivados com um número suficientemente elevado de lotes no período de um ano assegurará que apenas sejam abrangidos os derivados cujo preço funciona como referência para a mercadoria subjacente. O limiar aplicável aos derivados críticos é definido em 300 000 lotes, assegurando assim que apenas os derivados de mercadorias significativos ou críticos pertinentes negociados na UE permaneçam sujeitos a limites às posições. Os restantes critérios são determinados no nível 2.

(b) Isenção de cobertura específica

Nas atuais circunstâncias de mercado, os participantes no mercado podem deparar-se com uma necessidade urgente de obter isenções de cobertura. Contudo, num contexto de crise, podem ter dificuldade em elaborar e apresentar um pedido de isenção de cobertura antes de um limite às posições restringir indevidamente a sua atividade de negociação. A MiFID II não permite isenções de cobertura para nenhuma entidade financeira. Antes da MiFID II, alguns grupos comerciais decidiram registar como empresa de investimento a entidade que negociava em seu nome nas transações de redução do risco das entidades comerciais do grupo. Sendo agora uma entidade financeira, esta entidade de um grupo essencialmente comercial não é elegível para a isenção de cobertura. A isenção de cobertura deve estar disponível quando, num grupo essencialmente comercial, uma pessoa tiver sido registada como uma empresa de investimento e negociar em nome desse grupo comercial. A isenção aplica-se às posições detidas por essa contraparte financeira que sejam objetivamente mensuráveis como reduções dos riscos diretamente relacionados com as atividades comerciais das entidades não

financeiras do grupo. Esta isenção de cobertura deve ser considerada não como uma isenção adicional ao regime de limites às posições, mas como uma isenção de cobertura «transferida» para a contraparte financeira do grupo também disponível para as entidades comerciais do grupo.

Em determinadas circunstâncias, como demonstrou a pandemia de COVID-19, o fornecimento de liquidez é difícil mesmo para os derivados mais líquidos. Por conseguinte, a Comissão introduz também uma isenção de limites às posições para contrapartes financeiras e não financeiras que estão sujeitas a obrigações de fornecimento de liquidez. Esta isenção implica que as transações concluídas para cumprir obrigações de assegurar a liquidez numa plataforma de negociação são excluídas do teste de atividade auxiliar.

(c) Teste qualitativo de atividade auxiliar

Os participantes no mercado que negociam derivados de mercadorias a título profissional podem beneficiar da isenção da autorização como empresa de investimento se a atividade de negociação for auxiliar da sua atividade principal. Os participantes no mercado têm de comunicar anualmente à autoridade competente que utilizam esta isenção e fornecer os elementos necessários para cumprirem os testes quantitativos. Estes últimos são particularmente complexos e, durante a crise, representam um encargo significativo para os participantes no mercado que operam em continuidade operacional. O teste de atividade auxiliar será consideravelmente simplificado. A simplificação proposta do atual teste auxiliar quantitativo, que é altamente técnico, consiste na reposição de um teste apenas qualitativo. Além disso, a isenção da atividade auxiliar no que respeita ao comércio de licenças de emissão em plataformas de negociação de países da UE e terceiros é revista para assegurar que apoia o bom funcionamento e os objetivos do sistema de comércio de licenças de emissão (SCLE) da UE.

Proposta de

DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

que altera a Diretiva 2014/65/UE no respeitante aos requisitos de informação, à governação dos produtos e aos limites às posições a fim de contribuir para a recuperação na sequência da pandemia de COVID-19

(Texto relevante para efeitos do EEE)

O PARLAMENTO EUROPEU E O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente o artigo 53.º, n.º 1,

Tendo em conta a proposta da Comissão Europeia,

Após transmissão do projeto de ato legislativo aos parlamentos nacionais,

Tendo em conta o parecer do Comité Económico e Social Europeu,

Deliberando de acordo com o processo legislativo ordinário,

Considerando o seguinte:

- (1) A pandemia de COVID-19 está a afetar gravemente as pessoas, as empresas, os sistemas de saúde e as economias dos Estados-Membros. A Comissão, na sua comunicação ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, de 27 de maio de 2020, intitulada «A Hora da Europa: Reparar os Danos e Preparar o Futuro para a Próxima Geração»⁸, salientou que a liquidez e o acesso ao financiamento constituirão um desafio permanente nos próximos meses. É, portanto, crucial apoiar a recuperação do grave choque económico provocado pela pandemia de COVID-19, introduzindo alterações específicas nos atos legislativos existentes no domínio financeiro. O presente pacote de medidas é adotado sob a designação «Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais».
- (2) A Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho⁹ relativa aos mercados de instrumentos financeiros foi adotada em 2014 em resposta à crise financeira que surgiu em 2007 e 2008. A referida diretiva reforçou consideravelmente o sistema financeiro da União e garantiu um elevado nível de proteção dos investidores na União. Importa ponderar o aprofundamento dos esforços tendentes a reduzir a complexidade regulamentar e os custos de conformidade das empresas de investimento e a eliminar as distorções da concorrência.

⁸ COM(2020) 456 final de 27.5.2020.

⁹ Diretiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (JO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

- (3) No que respeita aos requisitos que visavam proteger os investidores, a Diretiva 2014/65/UE não alcançou plenamente o objetivo de adaptar as medidas para ter suficientemente em conta as especificidades de cada categoria de investidor (clientes não profissionais, clientes profissionais e contrapartes elegíveis). Alguns dos requisitos nem sempre reforçaram a proteção dos investidores, tendo, por vezes, impedido a fácil execução das decisões de investimento. É, portanto, necessário alterar determinados requisitos da referida diretiva para equilibrar melhor, por um lado, o requisito da proteção dos investidores e, por outro, a facilitação da prestação de serviços de investimento e do exercício das atividades de investimento.
- (4) Os requisitos de governação dos produtos podem limitar a venda de obrigações de empresas. As obrigações de empresas com cláusulas de reembolso antecipado (*make-whole clauses*) são geralmente consideradas produtos seguros e simples, que são elegíveis para os clientes não profissionais. Estas cláusulas protegem os investidores de perdas caso o emitente decida proceder ao reembolso antecipado, assegurando que estes investidores são reembolsados num montante igual ao valor atual líquido dos cupões que receberiam se a obrigação não tivesse sido reembolsada antecipadamente. Por conseguinte, os requisitos de governação dos produtos devem deixar de se aplicar às obrigações de empresas com estas cláusulas de reembolso antecipado.
- (5) Tanto o convite à apresentação de testemunhos, lançado pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), sobre o impacto dos incentivos e dos requisitos em matéria de divulgação dos custos e encargos da Diretiva 2014/65/UE como a consulta pública da Comissão confirmaram que os clientes profissionais e as contrapartes elegíveis não necessitam de informações normalizadas e obrigatórias sobre os custos, uma vez que já recebem as informações de que necessitam quando negociam com o respetivo prestador de serviços. Estas informações são adaptadas às suas necessidades e, muitas vezes, são mais pormenorizadas. Por conseguinte, as contrapartes elegíveis e os clientes profissionais deverão ficar isentos destes requisitos de divulgação de custos e encargos, salvo no que respeita aos serviços de consultoria para investimento e gestão de carteiras, uma vez que os clientes profissionais que encetam uma relação de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras não têm, necessariamente, as competências ou os conhecimentos suficientes para ficarem isentos da divulgação de custos e encargos.
- (6) As empresas de investimento são atualmente obrigadas a realizar uma avaliação custo-benefício de determinadas atividades de carteira caso tenham uma relação já existente com os clientes em que haja mudanças de instrumentos financeiros. As empresas de investimento são, assim, obrigadas a obter as informações necessárias dos clientes e a demonstrar que as vantagens de tais mudanças são superiores aos custos. Dado que este procedimento é excessivamente oneroso para os clientes profissionais, que tendem a mudar frequentemente de instrumento, estes devem estar isentos deste requisito, mas manter a possibilidade de optar voluntariamente. Uma vez que os clientes não profissionais necessitam de um maior nível de proteção, esta opção deverá limitar-se aos clientes profissionais.
- (7) Os clientes que já têm uma relação com uma empresa de investimento recebem obrigatoriamente relatórios sobre o serviço prestado, periodicamente ou com base em condições de acionamento. Nem as empresas de investimento nem os clientes profissionais consideram estes relatórios úteis, os quais se revelaram especialmente inúteis para os clientes profissionais em mercados extremamente voláteis, uma vez que os relatórios são transmitidos com elevada frequência e em elevado número. Perante estes relatórios sobre o serviço prestado, os clientes profissionais decidem não os ler

ou tomam decisões de investimento rápidas em vez de prosseguirem com uma estratégia de investimento a longo prazo. Por conseguinte, as contrapartes elegíveis devem deixar de receber esses relatórios sobre o serviço prestado. Contudo, os clientes profissionais devem ter a possibilidade de optar voluntariamente por esses relatórios sobre o serviço prestado.

- (8) A Diretiva 2014/65/UE introduziu requisitos de apresentação de relatórios relativos à execução das ordens nas condições mais favoráveis para o cliente. Estes relatórios técnicos contêm grandes quantidades de informações quantitativas pormenorizadas sobre os locais de execução, o instrumento financeiro, o preço, os custos e a probabilidade de execução, sendo raramente lidos pelos investidores, como comprovam os muito baixos números de transferências nos sítios Web das empresas de investimento. Uma vez que não permitem aos investidores realizar comparações significativas a partir dos dados, a publicação destes relatórios deverá ser temporariamente suspensa.
- (9) A fim de facilitar a comunicação entre as empresas de investimento e os seus clientes e, por conseguinte, o próprio processo de investimento, as informações de investimento deverão deixar de ser prestadas em papel, devendo, antes, ser prestadas, por omissão, por via eletrónica. No entanto, os clientes não profissionais deverão poder solicitar a continuação da prestação de informações em papel.
- (10) A Diretiva 2014/65/UE permite que as pessoas que negoceiem a título profissional derivados de mercadorias, licenças de emissão e derivados de licenças de emissão possam utilizar a isenção da autorização como empresa de investimento se a atividade de negociação for auxiliar da sua atividade principal. As pessoas que requerem o teste de atividade auxiliar devem notificar à autoridade competente todos os anos que recorrem a essa possibilidade e devem transmitir os elementos necessários para satisfazer os dois testes quantitativos para determinar se a atividade de negociação é auxiliar da sua atividade principal. O primeiro teste compara a dimensão da atividade de negociação especulativa com a da atividade de negociação total na União por categoria de ativos. O segundo teste compara a dimensão da atividade de negociação especulativa, incluindo todas as categorias de ativos, com a atividade de negociação total em instrumentos financeiros pela entidade a nível do grupo. Em alternativa ao segundo teste, existe um teste que consiste na comparação de uma estimativa do capital utilizado na atividade de negociação especulativa com o montante efetivo de capital utilizado a nível do grupo na atividade principal. Estes testes quantitativos são especialmente complexos e não alteraram o *statu quo* em termos de pessoas elegíveis para efeitos da isenção. Por conseguinte, a isenção deverá assentar exclusivamente em elementos qualitativos. As pessoas elegíveis para efeitos da isenção, nomeadamente os criadores de mercado, negoceiam por conta própria ou prestam outros serviços de investimento que não a negociação por conta própria aos clientes ou fornecedores da sua atividade principal. A isenção pode ser concedida em ambos os casos, individualmente e numa base agregada, caso se trate de uma atividade auxiliar, quando considerada no contexto de um grupo. Esta isenção não deverá ser concedida às pessoas que apliquem uma técnica de negociação algorítmica de alta frequência ou façam parte de um grupo cuja atividade principal consista na prestação de serviços de investimento, de atividades bancárias ou atuem como criadores de mercado relativamente aos derivados de mercadorias. Todas as disposições relativas aos elementos quantitativos deverão ser suprimidas.
- (11) Atualmente, as autoridades competentes têm de estabelecer e aplicar limites às posições relativos à dimensão da posição líquida que uma pessoa pode deter a todo o

momento em derivados de mercadorias negociados em plataformas de negociação ou em contratos de derivados OTC economicamente equivalentes (OTCEE) designados pela Comissão. Uma vez que o regime de limites às posições revelou ser desfavorável para o desenvolvimento de novos mercados de mercadorias, os mercados emergentes de mercadorias deverão ser excluídos do regime de limites às posições. Como alternativa, os limites às posições só se deverão aplicar aos derivados de mercadorias considerados significativos ou críticos e aos respetivos contratos OTCEE. Os derivados significativos ou críticos são derivados de produtos energéticos com posições abertas de, pelo menos, 300 000 lotes durante um período de um ano. Devido à importância primordial para os cidadãos, as mercadorias agrícolas que têm elemento subjacente destinado ao consumo humano, e os respetivos contratos OTCEE, continuarão a ser abrangidos pelo regime de limites às posições. A ESMA deve ser mandatada para elaborar projetos de normas de regulamentação a fim de definir as mercadorias agrícolas com um elemento subjacente destinado ao consumo humanos submetidas a limites às posições e os derivados críticos ou significativos submetidos a limites às posições. Para os derivados significativos ou críticos, a ESMA deverá ter em conta uma posição aberta de 300 000 lotes por um período de um ano, o número de participantes no mercado e a mercadoria subjacente.

- (12) A Diretiva 2014/65/UE não permite isenções de cobertura para nenhuma entidade financeira. Diversos grupos essencialmente comerciais que criaram entidades financeiras para os respetivos fins de negociação encontraram-se perante uma situação em que as respetivas entidades financeiras não podiam levar a cabo todas as negociações do grupo, uma vez que a entidade financeira não era elegível para efeitos de isenção de cobertura. Por conseguinte, deverá ser introduzida uma isenção de cobertura restritamente definida. Esta isenção de cobertura deverá ser permitida nos casos em que, num grupo essencialmente comercial, uma pessoa tenha sido registada como empresa de investimento e negocie em nome do grupo comercial. Para limitar esta isenção de cobertura exclusivamente às entidades financeiras que negociem para as entidades não financeiras no grupo essencialmente comercial, a referida isenção deverá aplicar-se às posições detidas pela entidade financeira que reduzam, de forma objetivamente mensurável, os riscos diretamente relacionados com a atividade comercial das entidades não financeiras do grupo.
- (13) Mesmo em contratos líquidos, apenas um número limitado de participantes no mercado atua como criador de mercado nos mercados de mercadorias. Quando estes participantes têm de aplicar limites às posições, não conseguem ser tão eficazes como os criadores de mercado. Por conseguinte, deverá ser introduzida uma isenção dos limites às posições para as contrapartes financeiras e não financeiras relativa às posições decorrentes das transações realizadas para cumprir obrigações de fornecimento de liquidez.
- (14) O atual regime de limites às posições não reconhece as características únicas dos derivados titularizados. Por conseguinte, os derivados titularizados deverão ser excluídos do regime de limites às posições.
- (15) Desde a entrada em vigor da Diretiva 2014/65/UE, não se identificou nenhum contrato de derivados de mercadorias que fosse o mesmo que outro. Devido ao conceito de «mesmo contrato» constante da diretiva, a metodologia para determinar os outros limites mensais é prejudicial à plataforma que tem o mercado com menor liquidez, nos casos em que as plataformas de negociação concorrem entre si pelos derivados de mercadorias baseados no mesmo elemento subjacente e com as mesmas características. Por conseguinte, a referência ao «mesmo contrato» na

Diretiva 2014/65/UE deverá ser suprimida. As autoridades competentes deverão conseguir chegar a acordo sobre se um derivado de mercadorias negociado nas respetivas plataformas de negociação baseado no mesmo elemento subjacente e com as mesmas características, podendo, se for esse o caso, ser utilizado o valor de referência para os outros limites mensais do mercado mais líquido do derivado de mercadorias em causa como o valor de referência para estabelecer os outros limites mensais às posições dos contratos concorrentes negociados nas plataformas menos líquidas.

- (16) Existem diferenças significativas quanto à forma de gestão das plataformas de negociação na União. Por conseguinte, os controlos de gestão das posições deverão ser reforçados, se for caso disso.
- (17) A fim de garantir que os mercados de mercadorias da UE denominados em euros continuem a desenvolver-se, o poder de adotar atos em conformidade com o artigo 290.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia deve ser delegado na Comissão no que diz respeito à determinação dos derivados de mercadorias agrícolas e derivados críticos ou significativos que deverão ser submetidos a limites às posições, no que diz respeito ao procedimento que as pessoas podem seguir para requerer a isenção de cobertura para as posições decorrentes de transações realizadas para cumprir obrigações de fornecimento de liquidez, no que diz respeito ao procedimento que as entidades financeiras que fazem parte de um grupo essencialmente comercial podem seguir para requerer uma isenção de cobertura das posições detidas pela entidade financeira que, de forma objetivamente mensurável, reduzam os riscos diretamente relacionados com as atividades comerciais das entidades não financeiras do grupo e no que diz respeito à clarificação do teor dos controlos da gestão das posições. É particularmente importante que a Comissão proceda às consultas adequadas durante os trabalhos preparatórios, inclusive ao nível de peritos, e que essas consultas sejam conduzidas de acordo com os princípios estabelecidos no Acordo Interinstitucional, de 13 de abril de 2016, sobre legislar melhor¹⁰. Em particular, a fim de assegurar a igualdade de participação na preparação dos atos delegados, o Parlamento Europeu e o Conselho recebem todos os documentos ao mesmo tempo que os peritos dos Estados-Membros, e os respetivos peritos têm sistematicamente acesso às reuniões dos grupos de peritos da Comissão que tratem da preparação dos atos delegados.
- (18) O Regime de Comércio de Licenças de Emissão da UE (RCLE) é a política emblemática da União para alcançar o objetivo da descarbonização da economia, em consonância com o Pacto Ecológico Europeu. O comércio de licenças de emissão e dos seus derivados é abrangido pela Diretiva 2014/65/UE e pelo Regulamento (UE) n.º 600/2014, constituindo um importante elemento do mercado de carbono da União. A isenção relativa à atividade auxiliar ao abrigo da Diretiva 2014/65/UE permite que determinados participantes no mercado desenvolvam a sua atividade no mercado de licenças de emissão sem que tenham de estar autorizados como empresas de investimento, contanto que sejam preenchidas determinadas condições. Tendo em conta a importância dos mercados financeiros ordeiros, bem regulamentados e supervisionados, a função significativa do RCLE para a consecução dos objetivos da União em matéria de sustentabilidade e a função que um mercado secundário de licenças de emissão com um bom funcionamento desempenha no apoio ao

¹⁰ JO L 123 de 12.5.2016, p. 1.

funcionamento do RCLE, é essencial que a isenção relativa à atividade auxiliar seja bem concebida para contribuir para estes objetivos. Isto é particularmente relevante nos casos em que o comércio de licenças de emissão se realiza em plataformas de negociação de países terceiros. A fim de assegurar a proteção da estabilidade financeira da União, a integridade dos mercados, a proteção dos investidores e condições equitativas de concorrência, bem como para assegurar que o RCLE continua a funcionar de forma transparente e robusta para assegurar reduções das emissões com uma boa relação custo-eficácia, a Comissão deverá acompanhar a futura evolução do comércio de licenças de emissão e dos seus derivados na União e em países terceiros, avaliar o impacto da isenção relativa à atividade auxiliar no RCLE e, se for caso disso, propor eventuais alterações que considere adequadas no que respeita ao âmbito e à aplicação da isenção relativa à atividade auxiliar.

- (19) A Diretiva 2014/65/UE deverá, por conseguinte, ser alterada em conformidade.
- (20) Os objetivos das presentes alterações destinam-se a completar atos legislativos da União já existentes, podendo, por conseguinte, ser mais bem alcançados a nível da União do que por meio de diversas iniciativas nacionais. Os mercados financeiros têm inerentemente uma natureza transfronteiras, sendo cada vez mais esse o caso. Em virtude desta integração, a intervenção nacional a título isolado é muito menos eficiente, sendo conducente à fragmentação dos mercados o que, por seu turno, se traduz na arbitragem regulamentar e na distorção da concorrência. Atendendo a que os objetivos da presente diretiva, a saber, aperfeiçoar atos jurídicos da União já existentes, assegurando requisitos uniformes e adequados aplicáveis às empresas de investimentos em toda a União, não podem ser suficientemente alcançados pelos Estados-Membros, mas podem, devido à sua dimensão e aos seus efeitos, ser mais bem alcançados ao nível da União, a União pode tomar medidas, em conformidade com o princípio da subsidiariedade consagrado no artigo 5.º do Tratado da União Europeia. Em conformidade com o princípio da proporcionalidade consagrado no mesmo artigo, a presente diretiva não excede o necessário para alcançar esses objetivos.
- (21) De acordo com a declaração política conjunta dos Estados-Membros e da Comissão, de 28 de setembro de 2011, sobre os documentos explicativos¹¹, os Estados-Membros assumiram o compromisso de fazer acompanhar a notificação das suas medidas de transposição, nos casos em que tal se justifique, de um ou mais documentos que expliquem a relação entre os componentes de uma diretiva e as partes correspondentes dos instrumentos nacionais de transposição. Em relação à presente diretiva, o legislador considera que a transmissão desses documentos se justifica,

ADOTARAM A PRESENTE DIRETIVA:

Artigo 1.º

Alteração da Diretiva 2014/65/UE

A Diretiva 2014/65/UE é alterada do seguinte modo:

- (1) O artigo 2.º é alterado do seguinte modo:
 - (a) No n.º 1, a alínea j) passa a ter a seguinte redação:
 - «j) Às pessoas:

¹¹ JO L 369 de 17.12.2011, p. 14.

- i) que negociam por conta própria, incluindo criadores de mercado, em derivados de mercadorias ou licenças de emissão ou seus derivados, com exceção de pessoas que negociam por conta própria quando executem ordens de clientes; ou
- ii) prestam serviços de investimento, com exceção da negociação por conta própria, em derivados de mercadorias ou licenças de emissão ou seus derivados, aos clientes ou fornecedores da sua atividade principal;

desde que:

- em cada um desses casos, individualmente e numa base agregada, o façam enquanto atividade auxiliar da sua atividade principal, quando considerada no contexto de um grupo;
- essas pessoas não façam parte de um grupo cuja atividade principal consista na prestação de serviços de investimento, na aceção da presente diretiva, na realização de qualquer atividade enumerada no anexo I da Diretiva 2013/36/UE, ou na função de criador de mercado de derivados de mercadorias;
- essas pessoas não apliquem uma técnica de negociação algorítmica de alta frequência;
- essas pessoas comuniquem à autoridade competente, mediante pedido, o fundamento para considerar que a sua atividade nos termos das subalíneas i) e ii) é auxiliar da sua atividade principal.»;

(b) É suprimido o n.º 4;

(2) O artigo 4.º, n.º 1, é alterado do seguinte modo:

(a) É aditado o seguinte ponto 8-A):

«8-A) “Mudança de instrumentos financeiros”: a venda de um instrumento financeiro e a compra de outro instrumento financeiro ou o exercício do direito de efetuar uma mudança em relação a um instrumento financeiro existente;»;

(b) É aditado o seguinte ponto 50-A):

«50-A) “Obrigações de empresas com cláusulas de reembolso antecipado”: as obrigações de empresas com uma cláusula que obriga o emitente a devolver ao investidor o capital da obrigação e o valor atual líquido dos cupões que o investidor receberia se a obrigação não tivesse sido reembolsada antecipadamente;»;

(c) É aditado o seguinte ponto:

«62-A) “Formato eletrónico”: qualquer suporte duradouro que não o papel;»

(3) Ao artigo 16.º, n.º 3, é aditado o seguinte parágrafo:

«Os requisitos estabelecidos no segundo ao quinto parágrafos do presente número não se aplicam às obrigações de empresas com cláusulas de reembolso antecipado.»;

(4) O artigo 24.º é alterado do seguinte modo:

(a) Ao n.º 2 é aditado o seguinte parágrafo:

«O presente número não se aplica às obrigações de empresas com cláusulas de reembolso antecipado.»;

(b) Ao n.º 4 é aditado o seguinte parágrafo:

«Caso o contrato de compra ou venda de um instrumento financeiro seja celebrado utilizando um meio de comunicação à distância, a empresa de investimento pode fornecer as informações sobre os custos e encargos em formato eletrónico, sem atrasos indevidos, após a conclusão da transação, desde que estejam reunidas ambas as seguintes condições:

- i) A empresa de investimento deve ter dado ao cliente a possibilidade de atrasar a conclusão da transação até que o cliente receba as informações;
- ii) O cliente deve ter concordado em receber as informações pouco tempo depois da conclusão da transação.»;

(c) É inserido o seguinte número:

«5-A. As empresas de investimento fornecem todas as informações exigidas pela presente diretiva aos clientes ou clientes potenciais em formato eletrónico, salvo se o cliente ou cliente potencial for um cliente ou cliente potencial não profissional que tenha solicitado a entrega das informações em papel, devendo, nesse caso, estas informações ser fornecidas gratuitamente em papel.

As empresas de investimento informam os clientes ou clientes potenciais não profissionais da opção de receberem as informações em papel.

As empresas de investimento informam os atuais clientes não profissionais que recebiam as informações exigidas pela presente diretiva em papel sobre o facto de que passarão a receber essas informações em formato eletrónico, pelo menos, oito semanas antes de enviarem essas informações em formato eletrónico. As empresas de investimento informam os atuais clientes não profissionais de que podem continuar a receber as informações em papel ou podem passar a receber as informações em formato eletrónico. As empresas de investimento informam ainda os clientes não profissionais de que o fornecimento das informações passará automaticamente a ser efetuado em formato eletrónico se não solicitarem a continuação deste fornecimento em papel no prazo de oito semanas.»;

(5) Ao artigo 25.º, n.º 2, é aditado o seguinte parágrafo:

«Ao prestar serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras que impliquem a mudança de instrumentos financeiros, as empresas de investimentos analisam os custos e as vantagens da mudança de instrumentos financeiros e informam o cliente do facto de as vantagens da mudança de instrumentos financeiros serem superiores ou não aos custos inerentes à mudança.»;

(6) Ao artigo 27.º, n.º 3, é aditado o seguinte parágrafo:

«O requisito de apresentação de relatórios estabelecido no presente número não é aplicável, porém, até [data de entrada em vigor da presente diretiva de alteração + 2 anos].»;

(7) É inserido o seguinte artigo 29.º-A:

«Artigo 29.º-A

Serviços prestados a clientes profissionais

- (1) Os requisitos estabelecidos no artigo 24.º, n.º 4, alínea c), não são aplicáveis a outros serviços prestados a clientes profissionais além da consultoria para investimento e da gestão de carteiras.
 - (2) Os requisitos estabelecidos no artigo 25.º, n.º 2, terceiro parágrafo, e no artigo 25.º, n.º 6, não são aplicáveis aos serviços prestados a clientes profissionais, salvo se esses clientes informarem por escrito a empresa de investimento de que pretendem beneficiar dos direitos previstos nas referidas disposições.
 - (3) Os Estados-Membros asseguram que as empresas de investimento preservam um registo dos pedidos escritos referidos no n.º 2.»;
- (8) No artigo 30.º, o n.º 1 passa a ter a seguinte redação:
- «1. Os Estados-Membros asseguram que as empresas de investimento autorizadas a executar ordens em nome de clientes, a negociar por conta própria ou a receber e transmitir ordens têm a possibilidade de suscitar ou efetuar transações com contrapartes elegíveis sem serem obrigadas a cumprir, no que diz respeito a essas transações ou a serviços auxiliares diretamente relacionados com essas transações, o disposto no artigo 24.º, com exceção do n.º 5-A, nos artigos 25.º e 27.º e no artigo 28.º, n.º 1.»;
- (9) O artigo 57.º é alterado do seguinte modo:
- (a) O n.º 1 passa a ter a seguinte redação:
- «1. Os Estados-Membros asseguram que as autoridades competentes, em conformidade com a metodologia de cálculo determinada pela ESMA em normas técnicas de regulamentação adotadas nos termos do n.º 3, fixam e aplicam limites às posições relativos à dimensão da posição líquida que uma pessoa pode deter a todo o momento em derivados de mercadorias agrícolas e derivados de mercadorias críticos ou significativos negociados em plataformas de negociação ou em contratos de derivados OTC economicamente equivalentes. Este limite é estabelecido com base na totalidade das posições detidas por uma pessoa e por conta desta a nível agregado de grupo, a fim de:
- (a) Evitar abusos de mercado;
 - (b) Apoiar condições ordenadas de formação dos preços e de liquidação, nomeadamente impedindo a constituição de posições que distorçam o mercado e garantindo, em particular, a convergência entre os preços dos derivados no mês da entrega e os preços à vista da mercadoria subjacente, sem prejuízo da formação de preços no mercado da mercadoria subjacente.
- Os limites às posições não são aplicáveis nos seguintes casos:
- (a) Posições detidas por uma entidade não financeira ou por conta desta e que reduzam de forma objetivamente mensurável os riscos diretamente relacionados com a atividade comercial dessa entidade não financeira;
 - (b) Posições detidas por uma entidade financeira, ou por conta desta, que integre um grupo não financeiro e atue por conta desse grupo não financeiro, e que reduzam, de forma objetivamente mensurável, os riscos diretamente relacionados com a atividade comercial desse grupo não financeiro;

- (c) Posições detidas por contrapartes financeiras e não financeiras para posições que resultem, de forma objetivamente mensurável, de transações realizadas para cumprir obrigações tendentes a proporcionar liquidez a uma plataforma de negociação, como referido no artigo 2.º, n.º 4;
- (d) Os valores na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 44, alínea c), que digam respeito a uma mercadoria ou a um elemento subjacente a que se refere o anexo I, secção C, ponto 10.»;

A ESMA elabora projetos de normas técnicas de regulamentação com vista a determinar um procedimento para as entidades financeiras que façam parte de um grupo essencialmente comercial e que podem requerer uma isenção de cobertura de posições detidas pela entidade financeira que reduzam, de forma objetivamente mensurável, os riscos diretamente relacionados com as atividades comerciais das entidades não financeiras do grupo. A ESMA elabora projetos de normas técnicas de regulamentação com vista a determinar um procedimento que permita às pessoas requerer uma isenção de cobertura de posições resultantes de transações realizadas para cumprir obrigações tendentes a proporcionar liquidez a uma plataforma de negociação.

A ESMA deve apresentar esses projetos de normas técnicas de regulamentação à Comissão, o mais tardar até [nove meses após a entrada em vigor da presente diretiva].

É delegado na Comissão o poder de adotar as normas técnicas de regulamentação a que se refere o primeiro parágrafo, em conformidade com os artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.»;

- (b) Os n.ºs 3 e 4 passam a ter a seguinte redação:

«3. A ESMA elabora projetos de normas técnicas de regulamentação destinadas a especificar os derivados de mercadorias agrícolas e os derivados de mercadorias críticos ou significativos a que se refere o n.º 1 e a determinar a metodologia de cálculo que as autoridades competentes devem aplicar, a fim de estabelecer os limites mensais às posições à vista e outros limites mensais às posições de derivados de mercadorias objeto de liquidação física ou monetária, com base nas características do instrumento derivado pertinente.

Ao especificar os derivados de mercadorias agrícolas e os derivados de mercadorias críticos ou significativos, a ESMA deve ter em conta os seguintes fatores:

- (a) A dimensão das posições em aberto de 300 000 lotes, em média, ao longo de um ano;
- (b) O número de participantes no mercado;
- (c) A mercadoria subjacente ao derivado em causa.

Ao determinar a metodologia de cálculo a que se refere o primeiro parágrafo, a ESMA deve ter em conta os seguintes fatores:

- (a) O fornecimento que pode ser entregue da mercadoria subjacente;
- (b) As posições abertas totais nesse derivado e as posições abertas totais noutros instrumentos financeiros com a mesma mercadoria subjacente;

- (c) O número e a dimensão dos participantes no mercado;
- (d) As características do mercado de mercadorias subjacente, incluindo a estrutura de produção, consumo e transporte para o mercado;
- (e) O desenvolvimento de novos derivados;
- (f) A experiência das empresas de investimento ou dos operadores do mercado que negociam numa plataforma de negociação e de outras jurisdições relativamente aos limites às posições.

A ESMA deve apresentar à Comissão os projetos de normas técnicas de regulamentação a que se refere o primeiro parágrafo, o mais tardar até [nove meses após a entrada em vigor da presente diretiva].

É delegado na Comissão o poder de adotar as normas técnicas de regulamentação a que se refere o primeiro parágrafo, nos termos dos artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.

4. A autoridade competente estabelece limites às posições para os contratos críticos ou significativos de derivados de mercadorias negociados em plataformas de negociação, especificados nas normas técnicas de regulamentação adotadas pela ESMA nos termos do n.º 3, e de derivados de mercadorias agrícolas, com base na metodologia de cálculo determinada pelas normas técnicas de regulamentação adotadas pela ESMA nos termos do n.º 3. Esse limite às posições inclui os contratos de derivados OTC economicamente equivalentes.

Uma autoridade competente reaprecia os limites às posições caso se verifique uma alteração significativa do mercado, nomeadamente uma alteração significativa do fornecimento que pode ser entregue ou das posições em aberto, com base na definição do fornecimento que pode ser entregue e das posições em aberto, e repõe o limite às posições em conformidade com a metodologia de cálculo desenvolvida pela ESMA.»;

- (c) Os n.ºs 6, 7 e 8 passam a ter a seguinte redação:

«6. Caso os derivados de mercadorias agrícolas e os derivados de mercadorias críticos ou significativos baseados no mesmo elemento subjacente e com as mesmas características sejam negociados em volumes significativos em plataformas de negociação situadas em mais do que uma jurisdição, a autoridade competente da plataforma de negociação em que se registou o maior volume de negociação (autoridade competente central) estabelece o limite à posição único que é aplicado a todas as negociações nesse contrato. A autoridade competente central consulta as autoridades competentes das outras plataformas de negociação em que este derivado é negociado em volumes significativos relativamente ao limite às posições único a aplicar e a qualquer revisão do mesmo. As autoridades competentes que não concordarem com o estabelecimento do limite às posições único da autoridade competente central devem declarar por escrito, de forma cabal e circunstanciada, as razões pelas quais consideram não estarem preenchidos os requisitos estabelecidos no n.º 1. A ESMA resolve eventuais litígios decorrentes de diferendos entre as autoridades competentes.

As autoridades competentes das plataformas de negociação em que são negociados os derivados de mercadorias agrícolas e os derivados de

mercadorias críticos ou significativos baseados no mesmo elemento subjacente e com as mesmas características e as autoridades competentes dos detentores de posições nesses derivados criam mecanismos de cooperação, que incluem o intercâmbio entre si de dados relevantes, a fim de permitirem o acompanhamento e a aplicação do limite à posição único.

7. A ESMA controla, pelo menos uma vez por ano, a forma como as autoridades competentes aplicaram os limites às posições fixados em conformidade com a metodologia de cálculo estabelecida pela ESMA nos termos do n.º 3. Para tal, a ESMA assegura, nos termos do n.º 6, que o limite à posição único se aplica efetivamente aos derivados de mercadorias agrícolas e aos contratos críticos ou significativos baseados no mesmo elemento subjacente e com as mesmas características, qualquer que seja o local em que este seja negociado.

8. Os Estados-Membros asseguram que uma empresa de investimento ou um operador de mercado que opere numa plataforma de negociação que negocie derivados de mercadorias aplique controlos de gestão de posições, incluindo poderes para a plataforma de negociação:

- (a) Acompanhar as posições abertas das pessoas;
- (b) Obter informações de pessoas, incluindo toda a documentação relevante, sobre a dimensão e finalidade de uma posição ou exposição assumida, informações sobre os beneficiários efetivos ou subjacentes, as ações concertadas e quaisquer ativos ou passivos conexos no mercado subjacente, nomeadamente, se for caso disso, posições detidas em contratos conexos noutras plataformas de negociação e no mercado de balcão por meio de membros e participantes;
- (c) Exigir que uma pessoa ponha termo a uma posição ou a reduza, a título temporário ou permanente, e tomar unilateralmente medidas para garantir o termo ou a redução se a pessoa não cumprir esta solicitação; e
- (d) Exigir que uma pessoa volte a injetar liquidez no mercado a um preço e volume acordados, a título temporário, com a intenção expressa de mitigar os efeitos de uma posição importante ou dominante.

A ESMA elabora projetos de normas técnicas de regulamentação a fim de especificar o teor dos controlos de gestão de posições, tendo, assim, em conta as características das plataformas de negociação em causa.

A ESMA deve apresentar esses projetos de normas técnicas de regulamentação à Comissão, o mais tardar até [nove meses após a entrada em vigor da presente diretiva].

É delegado na Comissão o poder de adotar as normas técnicas de regulamentação a que se refere o primeiro parágrafo, nos termos dos artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.»;

(10) No artigo 58.º, o n.º 2 passa a ter a seguinte redação:

«2. Os Estados-Membros asseguram que as empresas de investimento que negociem em derivados de mercadorias ou licenças de emissão ou seus derivados fora de uma plataforma de negociação forneçam à autoridade competente central a que se refere o artigo 57.º, n.º 6, pelo menos diariamente, uma repartição completa das suas posições em derivados de mercadorias ou licenças de emissão ou seus

derivados negociados numa plataforma de negociação e contratos de derivados OTC economicamente equivalentes, bem como as dos seus clientes, dos clientes desses clientes e assim sucessivamente até se chegar ao cliente final, nos termos do artigo 26.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014 e, se for caso disso, do artigo 8.º do Regulamento (UE) n.º 1227/2011.».

- (11) No artigo 90.º, é inserido o seguinte número:

«1-A. Antes de 31 de dezembro de 2021, a Comissão reaprecia o impacto da isenção prevista no artigo 2.º, n.º 1, alínea j), no que respeita às licenças de emissões ou seus derivados, e acompanha essa reapreciação, se for caso disso, de uma proposta legislativa para alterar a referida isenção. Nesse contexto, a Comissão avalia o comércio de licenças de emissão da UE e seus derivados na UE e em países terceiros, o impacto da isenção ao abrigo do artigo 2, n.º 1, alínea j), na proteção dos investidores, a integridade e a transparência dos mercados de licenças de emissão e seu derivados e se devem ser adotadas medidas relativas à negociação em plataformas de negociação de países terceiros.».

Artigo 2.º

Transposição

- (1) Os Estados-Membros devem adotar e publicar até [nove meses após a entrada em vigor da presente diretiva] as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente diretiva. Os Estados-Membros comunicam imediatamente à Comissão o texto dessas disposições.

Os Estados-Membros devem aplicar as referidas disposições a partir de [12 meses após a entrada em vigor da presente diretiva].

- (2) Os Estados-Membros devem comunicar à Comissão o texto das principais disposições de direito interno que adotarem no domínio abrangido pela presente diretiva.

Artigo 3.º

Entrada em vigor

A presente diretiva entra em vigor no vigésimo dia seguinte ao da sua publicação no *Jornal Oficial da União Europeia*.

Artigo 4.º

Destinatários

Os destinatários da presente diretiva são os Estados-Membros.

Feito em Bruxelas, em

Pelo Parlamento Europeu
O Presidente

Pelo Conselho
O Presidente