

BANCO CENTRAL EUROPEU

PARECER DO BANCO CENTRAL EUROPEU

de 12 de Junho de 2003

solicitado pelo Conselho da União Europeia sobre uma proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados e que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho [COM(2002) 625 final]

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. Em 16 de Dezembro de 2002 o Banco Central Europeu (BCE) recebeu do Conselho da União Europeia um pedido de parecer sobre uma proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados e que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho [COM(2002) 625 final] (a seguir designada por «directiva proposta»).
2. A competência do BCE para emitir parecer resulta do disposto no primeiro travessão do n.º 4 do artigo 105.º do Tratado que institui a Comunidade Europeia (a seguir designado por «Tratado») e no artigo 3.º-3 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu (a seguir designados por «estatutos»), uma vez que a directiva proposta contém disposições relacionadas com a integração dos mercados financeiros europeus susceptíveis de afectar a estabilidade financeira. O presente parecer foi aprovado pelo Conselho do BCE nos termos do artigo 17.º-5, primeira frase, do regulamento interno do BCE.
3. O objectivo principal da directiva proposta consiste em actualizar o quadro regulamentar dos serviços de investimento, para que este leve em conta as profundas alterações verificadas nos mercados financeiros europeus nos últimos anos. Desde a aprovação da Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários⁽¹⁾ (DSI), que a evolução das tecnologias da informação tem tido repercussões importantes na estrutura e eficiência dos mercados de títulos. A introdução do euro ocasionou, paralelamente, um aumento considerável das transacções transfronteiriças, que tornou mais premente a necessidade de um mercado de títulos europeu verdadeiramente integrado.
4. Neste contexto, o BCE acolhe e apoia amplamente a directiva proposta, que tem por finalidade aumentar o grau de harmonização regulamentar e alargá-la aos novos serviços de investimento e instrumentos financeiros. A directiva proposta trata das novas questões surgidas com a intensificação da concorrência entre as bolsas de valores e as novas plataformas de execução de ordens, impondo a sujeição dos diferentes sistemas de execução a um mesmo conjunto de normas, ou seja, iguais condições de concorrência, e garantindo ao mesmo tempo a protecção dos investidores e a transparência e eficiência do mercado. Para atingir estes objectivos, a directiva proposta fixa um conjunto abrangente de regras aplicáveis a todas as infra-estruturas de negociação, nomeadamente aos mercados regulamentados, aos Sistemas de Negociação Multilateral (*Multilateral Trading Facility* — MTF) e aos intermediários que executam internamente ordens de clientes. Todavia, o BCE considera que a directiva proposta poderia esclarecer melhor determinadas questões, que a seguir se enumeram.
5. Em primeiro lugar, a aplicação do método legislativo de comitologia preconizado pelo Comité de Sábios sobre a regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários (Comité de Sábios). De um modo geral, o BCE congratula-se com a utilização do procedimento de comitologia prevista na directiva proposta, seguindo a recomendação do Comité de Sábios. O relatório do Comité de Sábios visa aumentar a eficácia, flexibilidade e transparência da legislação comunitária relativa aos valores mobiliários, possibilitando uma resposta adequada e atempada aos desenvolvimentos dinâmicos do mercado. Face a este objectivo, a escolha do instrumento jurídico a empregar — directiva ou regulamento — revela-se uma questão importante. De acordo com a formulação do Comité de Sábios, «[as directivas] deixam mais margem de manobra aos Estados-Membros para aplicarem a legislação comunitária mas conduzem, demasiadas vezes, a uma transposição desigual e a diferentes interpretações». Na terminologia do Comité de Sábios, a directiva proposta insere-se na categoria da legislação de «nível 1», ou seja, na dos «princípios regulamentares de base», ao definir «opções políticas fundamentais a fazer pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho de Ministros» numa área essencial como os serviços financeiros. As medidas de execução destes grandes princípios deveriam constar de legislação comunitária de «ní-

⁽¹⁾ JO L 141 de 11.6.1993, p. 27.

vel 2», em lugar de serem individualmente implementadas pelos Estados-Membros, uma vez que a transposição de âmbito nacional iria dar origem a situações jurídicas distintas. Os princípios regulamentares de base deveriam ser os mesmos em toda a União Europeia (UE), e nela serem objecto de aplicação uniforme. Ou não se confere qualquer liberdade aos Estados-Membros para aplicarem a directiva proposta, em cujo caso este tipo de instrumento se revela inadequado, ou se lhes dá margem de manobra e, nesse caso, os «princípios regulamentares de base» irão diferir no espaço comunitário. Se tanto os actos jurídicos de nível 1 como os de nível 2 forem directivas que requeiram transposição para a legislação nacional, em última análise isso não irá resolver um dos problemas apontados pelo Comité de Sábios como sendo um dos factores responsáveis pelo atraso no desenvolvimento dos mercados europeus de valores mobiliários, nomeadamente, o da «ausência de uma regulamentação clara a nível europeu». De facto, o Comité de Sábios afirmou, a respeito da legislação «quadro» de nível 1: «Dever-se-ia fazer mais uso de regulamentos, em vez de directivas . . . O Comité considera que, sempre que possível, se deveriam utilizar regulamentos». O BCE apoiou as conclusões do Comité de Sábios, e o mesmo fez o Conselho Europeu de Estocolmo de Março de 2001, ao aprovar o relatório do referido comité. O BCE observa que, na verdade, o regulamento apresenta vantagens significativas em comparação com a directiva, por ser directamente aplicável nos Estados-Membros sem necessidade de transposição para a legislação nacional. A uniformização dos princípios regulamentares de base daí resultante deveria conduzir a medidas de execução comunitárias de nível 2 que levem em mais pormenorizada consideração as especificidades nacionais. A necessidade de integrar especificidades técnicas nacionais coloca-se ao nível 2, o das medidas de execução concretas, enquanto que o nível 1 apenas estabelece os princípios gerais de base a serem observados pela legislação em questão. Por este motivo, o BCE verá geralmente com bons olhos que, de futuro, os actos jurídicos comunitários contendo tais princípios regulamentares de base revistam a forma de regulamentos e não de directivas, deixando as medidas de execução desses princípios para legislação de nível 2 que contemple procedimentos de comitologia que permitam levar em conta requisitos técnicos de carácter nacional.

6. O relatório do Comité de Sábios salienta que na legislação financeira deveria haver uma separação nítida e efectiva entre os grandes princípios regulamentares de base («nível 1») e as medidas de execução pormenorizadas («nível 2»). No entanto, na directiva proposta esta distinção não é evidente. Em alguns casos, os princípios regulamentares de base já se encontram formulados de forma muito detalhada (é o caso das disposições respeitantes às condições e procedimento de autorização que constam do capítulo I do título II). Noutros casos, pelo contrário, esses princípios são consideravelmente mais abstractos, e um vasto leque de disposições irá exigir maior elaboração mediante legislação de nível 2 (por exemplo, as condições para o exercício da actividade aplicáveis às empresas de investimento previstas no capítulo II do título II). O BCE considera que o projecto ora proposto poderia ser aperfeiçoado no respeitante à distinção entre os princípios regulamentares de

base, pertencentes ao nível 1, e as medidas de execução pormenorizadas, a serem tratadas ao nível 2. Como eventual princípio orientador, o âmbito das normas a adoptar através da legislação de nível 2 poderia ser ampliado tanto quanto possível de modo a assegurar um elevado grau de harmonização e flexibilidade na regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários. A título de exemplo concreto, o BCE observa que as «definições de base» enunciadas no n.º 1 do artigo 3.º da directiva proposta podem beneficiar de medidas de execução pormenorizadas ao nível 2, na medida do necessário para a sua clarificação (n.º 2 do artigo 3.º). Especialmente no que respeita à definição de «instrumentos financeiros», seria conveniente incluir a possibilidade de modificar a lista contida na secção C do anexo I por meio de um procedimento de comitologia de nível 2, se necessário dentro de certos limites conceptuais, para não alterar o âmbito de aplicação da directiva proposta. Esta via facilitaria a reunião dos princípios gerais de base num único acto europeu, directamente aplicável e com primazia em toda a União Europeia. Debates recentes em fóruns sobre comitologia fizeram sobressair possíveis critérios gerais de eleição, ao nível 2, entre regulamento e directiva. O BCE seria a favor da utilização de directivas como ferramenta legislativa de execução de nível 2 sempre que se verifique a necessidade de levar em conta com mais detalhe especificidades nacionais. Finalmente, o BCE observa que, em geral, os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros (BCN) deveriam ter uma participação activa na elaboração das medidas de execução relacionadas com as suas competências (como sejam os sistemas de liquidação e compensação — ver também os pontos 18 a 22 do presente parecer).

7. Em segundo lugar, as isenções do âmbito de aplicação da directiva proposta. O BCE anota que a alínea f) do n.º 1 do artigo 2.º, e ainda o n.º 2 do artigo 2.º, isentam os membros do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) da aplicação da directiva proposta. O BCE acolhe com satisfação estas normas, que reproduzem isenções já contidas na actual DSI mas também têm em conta o novo quadro institucional previsto pelo Tratado, uma vez que, de acordo com o disposto no artigo 107.º do Tratado e no artigo 1.º-2 dos estatutos do BCE/SEBC, o SEBC é constituído pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais de todos os Estados-Membros. Mais concretamente, o n.º 2 do artigo 2.º da directiva proposta actualiza a presente redacção do n.º 4 do artigo 2.º da DSI. O BCE congratula-se com esta disposição, que reconhece que, nos termos da directiva proposta, as empresas de investimento não têm o direito automático de se tornarem contrapartes dos BCN. De facto, a natureza específica das funções exercidas pelos BCN no âmbito do Eurossistema justifica um regime jurídico especial, tal como previsto pelo Tratado e pelos estatutos, de que o direito derivado comunitário não se pode desviar, e que é particularmente sublinhado pelo estatuto de independência de que os mesmos gozam. Importa recordar que o artigo 105.º do Tratado enuncia as atribui-

ções fundamentais a desempenhar pelo SEBC (nomeadamente, a definição e execução da política monetária da Comunidade, a realização de operações cambiais, a detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos Estados-Membros e a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamento) em conformidade com as orientações adoptadas pelos órgãos de decisão do SEBC. O BCE e os BCN do Eurossistema têm outras tarefas específicas de carácter operacional, incluindo a realização de todos os tipos de operações bancárias com países não pertencentes ao Eurossistema e com organizações internacionais nos termos do artigo 23.º dos estatutos e ainda, no caso do BCE, a gestão do respectivo capital, subscrito pelos BCN de acordo com os artigos 28.º e 29.º dos estatutos. Relativamente às operações de política monetária, o BCE gostaria de salientar que a Orientação BCE/2000/7, de 31 de Agosto de 2000, relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurossistema⁽¹⁾, nomeadamente o seu anexo 1 (Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurossistema), dispõe que as contrapartes das operações de política monetária do Eurossistema terão de cumprir determinados critérios de elegibilidade, os quais são definidos numa base não discriminatória. O objectivo é proporcionar a um vasto conjunto de instituições o acesso às operações de política monetária do Eurossistema, contribuindo assim para a igualdade de tratamento entre instituições de toda a zona euro e, ao mesmo tempo, assegurar que as contrapartes elegíveis do Eurossistema preencham determinados requisitos operacionais e prudenciais. As isenções contidas nos n.ºs 1 e 2 do artigo 2.º reduzem a incerteza quanto ao âmbito dos direitos conferidos pela directiva proposta, e eliminam o possível equívoco de que a aplicação da DSI teria como resultado a obtenção, pelas empresas de investimento, de um direito automático a serem contrapartes dos BCN em operações com os bancos centrais.

8. Em terceiro lugar, as regras aplicáveis aos intermediários. Nos termos do n.º 2 do artigo 1.º da directiva proposta, as instituições de crédito que prestam serviços de investimento ficam sujeitas ao disposto nos artigos 12.º e 13.º (requisitos em matéria de organização, processo de negociação e conclusão de transacções num MTF) e nos capítulos II e III do título II (condições para o exercício da actividade aplicáveis às empresas de investimento e direitos das empresas de investimento). O BCE congratula-se com a aplicação destas disposições às instituições de crédito, para salvaguarda da existência de condições equitativas de concorrência entre participantes no mercado e infra-estruturas de negociação e, ainda, para garantia da devida coordenação com o disposto na Directiva 2000/12/CE. Além do mais, o BCE entende que o capítulo II do título IV, que trata da cooperação entre autoridades competentes de diferentes Estados-Membros, se aplicará não obstante à prestação transfronteiriça de serviços financeiros por instituições de crédito. Com efeito, estas disposições regulam a cooperação prudencial no âmbito específico da prestação transfronteiriça de serviços de investimento, por exemplo, em matéria de protecção dos pequenos investidores, independentemente desses serviços serem ou não prestados por instituições de crédito. Por conseguinte, o BCE considera que o disposto no capítulo II do título IV acima referido se

aplicará necessariamente às instituições de crédito, do mesmo modo que a qualquer outro tipo de prestadores de serviços de investimento. O BCE assinala igualmente a eventual necessidade de uma revisão do anexo I da Directiva 2000/12/CE, a qual contém a lista das actividades sujeita a reconhecimento mútuo. Os foros competentes do sector bancário poderiam determinar em que medida se justificaria uma tal revisão.

9. O BCE observa também que, nos termos do artigo 62.º da directiva proposta, as empresas de investimento que estão autorizadas a prestar exclusivamente o serviço de consultoria de investimento serão isentas das obrigações de adequação dos fundos próprios previstas na Directiva 93/6/CEE do Conselho, de 15 de Março de 1993, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito⁽²⁾ (DAFP). Efectivamente, como se afirma na secção III.1 da exposição de motivos, a consultoria de investimento não representa uma fonte de risco de mercado ou de risco sistémico, que são os pressupostos regulamentares da DAFP. Mas a consultoria de investimento pode ser uma fonte de risco operacional, dado que as empresas que faltem ao cumprimento dos padrões de diligência devida podem ser chamadas a indemnizar os seus clientes por esse facto, ficando assim potencialmente afectada a sua estabilidade. Para dar resposta à eventual necessidade de indemnização dos investidores, o n.º 2 do artigo 11.º da directiva proposta constitui as empresas de investimento que estão autorizadas a prestar exclusivamente o serviço de consultoria de investimento na obrigação de disporem de um seguro de responsabilidade profissional como alternativa ao requisito de dotação de capital inicial imposto pela DAFP. A este respeito, o BCE gostaria de chamar a atenção para o reconhecimento crescente que o risco operacional está a obter no quadro da regulamentação, dados os seus efeitos potencialmente nocivos para a estabilidade das instituições. Prevê-se, nomeadamente, que o risco operacional, também decorrente da prestação de consultoria de investimento, passe a ficar sujeito ao quadro jurídico comunitário revisto relativo à adequação de fundos próprios a aplicar aos bancos e empresas de investimento. Por conseguinte, as empresas de investimento que prestam exclusivamente serviços de consultoria de investimento também poderão, de futuro, ficar sujeitas aos requisitos de adequação de fundos próprios associados ao risco operacional dessa actividade. O BCE sugere, portanto, que quaisquer soluções alternativas aos requisitos genéricos de capital impostos pela DAFP sejam cuidadosamente ponderados e, mesmo, limitado o seu âmbito, dada a próxima revisão do regime jurídico da adequação dos fundos próprios.
10. O BCE partilha da preocupação expressa na directiva proposta relativa à necessidade de se tomarem medidas eficazes contra possíveis conflitos de interesses. A proposta prevê medidas deste tipo em duas circunstâncias. Nos termos dos n.ºs 1 e 2 do artigo 16.º, as empresas de inves-

⁽¹⁾ JO L 310 de 11.12.2000, p. 1, alterada pela Orientação BCE/2002/2 de 7 de Março de 2002 (JO L 185 de 15.7.2002, p. 1).

⁽²⁾ JO L 141 de 11.6.1993, p. 1, com a última redacção que lhe foi dada pela Directiva 98/33/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 204 de 21.7.1998, p. 29).

timento deverão identificar possíveis conflitos de interesse nas suas actividades e instalar mecanismos operacionais adequados quer para prevenir quer para gerir esses conflitos, de forma a evitar efeitos adversos. Nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 36.º, será igualmente exigido aos mercados regulamentados que prevejam mecanismos para identificar e gerir as possíveis consequências negativas de conflitos de interesses, nomeadamente se esses conflitos forem resultantes de funções regulamentares delegadas no mercado pela autoridade competente. O BCE acolhe com satisfação estas disposições, designadamente por concordar com a apreciação genérica, feita pela Comissão na exposição de motivos, de que as possibilidades de conflitos de interesses podem aumentar num contexto de intensificação da concorrência entre os diferentes métodos de execução de operações e, também, entre infraestruturas de negociação de natureza idêntica. O BCE considera ainda que a aplicação de normas de conflitos de interesses ao conjunto das infra-estruturas de negociação poderia também contribuir para assegurar aos participantes no mercado condições equitativas para o exercício da sua actividade. O BCE gostaria de formular as seguintes observações, tendo em vista o aperfeiçoamento das relevantes normas sobre conflitos de interesses. Primeiro, o n.º 2 do artigo 16.º obriga as empresas de investimento a tomar medidas preventivas contra possíveis conflitos de interesses entre essas empresas e os seus clientes, ou a criar e utilizar mecanismos organizacionais e administrativos para proceder à gestão desses conflitos. No entanto, a directiva proposta pode ser entendida no sentido de estabelecer como alternativos os requisitos de prevenção e de protecção, enquanto que os mesmos são geralmente considerados, mesmo no campo doutrinário, como complementares no contexto da supervisão dos intermediários financeiros e, em particular, no da protecção dos investidores. Afigura-se razoável, por exemplo, comunicar a existência de um conflito de interesses a um cliente antes da execução de uma operação, e não apenas quando esse conflito se revele prejudicial. Neste contexto, o BCE entende que o n.º 2 do artigo 16.º ora proposto deveria qualificar as medidas de prevenção e protecção contra conflitos de interesses como complementares, não se excluindo mutuamente. Esta solução estaria também em consonância com a redacção proposta para a alínea a) do n.º 1 do artigo 36.º Segundo, o BCE acolhe de bom grado a oportunidade de conferir maior eficácia ao n.º 2 do artigo 16.º através de legislação de nível 2. O BCE observa, porém, que a outra disposição em matéria de conflitos de interesses contida na directiva proposta (o acima mencionado artigo 36.º, relativo aos mercados regulamentados) não contempla medidas de execução similarmemente pormenorizadas. Atendendo à importância da existência de medidas eficazes de prevenção de conflitos de interesses no novo quadro regulamentar, o BCE veria com agrado a inclusão de medidas de comitologia não apenas no artigo 16.º, mas também no artigo 36.º Uma tal abordagem genericamente baseada nos procedimentos da comitologia não só auxiliaria a forma de lidar com o carácter evolutivo dos conflitos de interesses e os procedimentos de gestão destes conflitos, como facilitaria a comparação de padrões, se necessário, entre as diferentes modalidades de negociação.

11. Em quarto lugar, o novo quadro regulamentar da execução de operações. A directiva proposta, embora mantendo o

actual sistema de classificação que distingue entre mercados regulamentados e empresas de investimento, prevê a introdução de um novo serviço de base na DSI que se relaciona com a operação de MTF, permitindo que as entidades que operam esses sistemas sejam autorizadas como empresas de investimento sujeitas a um regime regulamentar especialmente adaptado. Reflectindo os rápidos progressos tecnológicos dos últimos tempos, os MTF têm tido um papel importante no apoio à transição da rigidez estrutural dos mercados nacionais para as negociações e alianças transfronteiriças, permitindo um aproveitamento mais eficaz das vantagens do mercado único. A proposta de inclusão da exploração dos MTF na lista da DSI de serviços essenciais é, por conseguinte, bem acolhida, porque reconhece a natureza evolutiva da intermediação financeira e permite aos MTF disponibilizar os seus sistemas e serviços a todos os utilizadores da UE e da zona euro. Além disso, a directiva proposta contém normas aplicáveis aos intermediários que executam internamente ordens de clientes. Para assegurar que os interesses dos clientes não sejam postos em causa pela existência de conflitos de interesses, as empresas de investimento ficam sujeitas a obrigações de «execução nas melhores condições» e a normas de tratamento das ordens dos clientes.

12. Existe sempre um compromisso entre concorrência e concentração nas actividades de negociação. A concentração aumenta a liquidez dos mercados e reforça a eficiência do mecanismo de descoberta do preço. A liquidez atrai mais liquidez e, em resultado deste ciclo, o mercado mais bem sucedido transforma-se num monopólio natural. Ao longo dos anos têm emergido, a nível nacional, eficientes monopólios naturais deste tipo. Todavia, há a preocupação de que os monopólios nacionais possam constituir obstáculos à inovação e à eficiência num novo ambiente, no qual a moeda única impõe a transição para mercados mais integrados a nível da zona euro e da UE. A proposta abolição da regra da concentração das negociações em mercados regulamentados contida na actual DSI, juntamente com o novo quadro legal harmonizado que reconhece as novas infraestruturas de negociação, irão promover a concorrência, ao permitir que estas últimas se oponham a posições estabelecidas nos mercados regulamentados. A maior concorrência daí resultante favorecerá a criação de um mercado financeiro pan-europeu integrado e eficiente, o que também é do interesse do BCE. Não é de excluir que a intensificação da concorrência entre infra-estruturas de negociação neste novo ambiente leve a uma fragmentação temporária do mercado, com possíveis consequências negativas para a formação de preços. Todavia, a directiva proposta responde eficazmente a estas questões ao promover a transparência do mercado. Neste contexto, o BCE regista que, para que a concorrência reforce a eficiência geral do mercado, é fundamental garantir a adequada transparência de preços em todas as infraestruturas de execução. Além disso, a directiva proposta contém normas de «execução nas melhores condições» para assegurar, atra-

vés de uma maior divulgação da qualidade de execução, que os intermediários têm práticas de encaminhamento de ordens que permitem aos investidores obter as melhores condições disponíveis nas diferentes infraestruturas de mercado.

13. Tal como também se observa na secção II da exposição de motivos, existe um consenso crescente entre as autoridades de regulamentação financeira e os observadores no sentido de um regime de transparência eficaz poder permitir retirar benefícios da concorrência entre sistemas de execução das transacções, limitando simultaneamente quaisquer consequências adversas para a eficiência global do mercado, como por exemplo sob a forma de fragmentação. A transparência do mercado é de um modo geral considerada como fundamental quer para a equidade, quer para a eficiência de um mercado, nomeadamente para a sua liquidez e para a qualidade do processo de formação dos preços. Por conseguinte, seria conveniente dispor-se de um regime coerente de transparência para cada tipo de activo que se aplique em todas as estruturas de mercado. Um regime de transparência que se limite aos mercados regulamentados e ignore a execução de transacções fora da bolsa será parcial em termos de alcance e insuficiente em termos de efeitos, dado que a negociação fora da bolsa pode incorporar informações que são relevantes para as decisões de investimento. Defende-se, com este fundamento, que todos os participantes no mercado deveriam poder ter acesso à informação sobre essas transacções ou intenções de negociação, para as levar em conta nas suas decisões de investimento e, desse modo, otimizar a eficiência do processo de formação dos preços. Para evitar consequências indesejáveis, a Comissão propõe um reforço da transparência do mercado através da imposição da obrigação de divulgação pública dos preços de compra e venda aos quais o mercado está disposto a concluir as transacções (transparência pré-negociação) em todas as infraestruturas de negociação. Além disso, estabelece certos requisitos de divulgação de preços e volumes de transacções executadas pelas entidades competentes (transparência pós-negociação). Em princípio, o BCE acolhe este tipo de normas como um contributo para o objectivo fundamental de permitir aos investidores escolher as infraestruturas de negociação mais eficientes. Em consequência, a liquidez afluirá finalmente aos mercados mais eficientes, com a correspondente melhoria na formação dos preços.

14. No entanto, o BCE considera que, para se alcançar este objectivo, será necessário prever também os meios para uma comparação cabal entre os preços propostos pelas diferentes infraestruturas de negociação para um mesmo instrumento financeiro. Esta comparação poderia conseguir-se mediante a consolidação, na medida do possível, da informação relativa aos preços dos instrumentos financeiros a nível europeu. Na realidade, considerando os progressos no domínio da tecnologia, o sistema de «execução nas melhores condições» (melhor cotação de compra e de venda) só pode funcionar se os investidores e os intermediários dispuserem de informação sobre as cotações em cada uma das infra-estruturas de negociação nas quais se transaccionem valores mobiliários. Tal significa que, num

mercado europeu plenamente integrado, a «execução nas melhores condições» terá de ser considerada à escala da UE e com base nas cotações disponíveis em toda a UE. A consolidação de informação deveria garantir que esta constitui a base para o «melhor preço» aplicável à transacção em causa. Dado que o outro grande obstáculo a essa comparação — a circulação de moedas diferentes — foi eliminado, na zona euro, pela introdução da moeda única, estão, pois, reunidas as condições para a consolidação da informação de preços à escala da UE ou da zona euro. Esta consolidação deveria ser desenvolvida sobretudo pelo sector privado, assegurando a todas as partes interessadas o acesso total a essa informação. As autoridades públicas poderiam actuar como catalisadores, promovendo uma actuação colectiva do sector privado para resolução de eventuais problemas de coordenação.

15. O BCE observa, além do mais, que a directiva proposta limita as obrigações de transparência pré e pós-negociação a transacções de acções cotadas em mercados regulamentados, excluindo, por exemplo, as operações sobre títulos de dívida cotados em mercados regulamentados. A este respeito vale a pena salientar que, no final de 2002, o *stock* nominal dos títulos de dívida cotados em mercados regulamentados potencialmente elegíveis para operações de crédito do Eurossistema excedia a capitalização de mercado das bolsas de valores da UE. Por outras palavras, a directiva proposta deixa uma categoria de activos muito significativa fora do âmbito das obrigações de transparência pré e pós-negociação. Acresce que nem a directiva proposta nem a exposição de motivos esclarecem as razões que justificam esta implementação limitada das obrigações de transparência pré e pós-negociação. Pelo contrário, a secção II da exposição de motivos afirma que, no âmbito da directiva proposta, se encontra um regime de real transparência, que tem por objectivo assegurar a disponibilidade de informações adequadas respeitantes às condições das transacções mais recentes e às oportunidades actuais de negociação em todos os mercados, sistemas de negociação e outros pontos de execução de transacções, para todos os participantes no mercado a nível da UE ⁽¹⁾. De harmonia com esta afirmação, no que toca às obrigações de transparência o artigo 23.º da directiva proposta refere-se a todos os instrumentos financeiros enumerados no anexo I. Todavia, os artigos 25.º, 26.º, 27.º, 28.º, 41.º e 42.º restringem, de forma imprevista, as obrigações de transparência pré e pós-negociação às acções.

16. O BCE salienta que a aplicação das novas regras de transparência tanto aos títulos de dívida como às acções iria contribuir em grande medida para a eficiência do processo de formação do preço destes títulos e para a salvaguarda da integridade do mercado. No que respeita à primeira questão, o BCE verifica que a grande maioria dos activos potencialmente elegíveis para operações de crédito do Eurossistema são títulos de dívida listados ou cotados em mercados regulamentados. Todavia, estes activos são frequentemente negociados em plataformas alternativas (ou

(¹) Ver exposição de motivos, p. 13.

seja, não regulamentadas). Nestes casos, a melhor fonte de informação de preços pode não ser o mercado regulamentado em que o activo está cotado. A definição de uma fonte adequada de preços de referência para os activos elegíveis tem grande importância para o Eurossistema, dado que a avaliação destes activos e a aplicação de medidas de controlo de risco assenta, quase exclusivamente, nos preços de mercado. Por conseguinte, é importante para o Eurossistema que não só o mercado regulamentado em que os activos estão cotados mas também as plataformas de negociação alternativas nas quais se verifique um número significativo de transacções estejam sujeitos a obrigações de transparência que assegurem uma adequada formação de preços. Tal como sublinha a comissão na exposição de motivos, estes sistemas constituem neste momento a forma de negociação organizada mais importante para as obrigações, representando, no entanto, apenas 1 % do volume de negociação de acções na UE ⁽¹⁾. Limitar as obrigações de transparência pré e pós-negociação aos instrumentos de capital implicaria necessariamente que o regime de transparência proposto só de forma muito restrita se aplicaria aos MTF. Esta solução não está totalmente de harmonia com os objectivos da directiva proposta. Acresce que a transparência de preços é amplamente reconhecida como benéfica para a integridade dos mercados. Se quem pretender negociar estiver apto a maximizar a informação de que dispõe sobre os preços actualizados de compra e venda e sobre as transacções recentemente realizadas num amplo conjunto de sistemas em que determinado instrumento seja negociado, como consta da norma 3 das normas para os sistemas de negociação alternativos publicadas pelo Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM), tal fará aumentar a transparência de preços. Por conseguinte, limitar a aplicação das regras de transparência às acções negaria às autoridades responsáveis pela detecção do abuso de mercado a possibilidade de desempenhar as suas funções no domínio dos mercados de dívida.

17. O BCE observa que, nos termos do artigo 60.º da directiva proposta, a Comissão apresentará um relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a possível extensão do âmbito das disposições relativas às obrigações de transparência pré e pós-negociação às transacções noutras categorias de instrumentos financeiros excepto acções, o mais tardar quatro anos após a entrada em vigor da directiva proposta. No entanto, o BCE recomenda à Comissão que reconsidere o âmbito de aplicação das regras de transparência, alargando-o aos títulos de dívida ou a todos os instrumentos financeiros cotados em mercados regulamentados. Se isso não for possível, o prazo indicado no artigo 60.º deveria ser encurtado para dois anos.

18. Em quinto lugar, as regras aplicáveis aos sistemas de compensação e liquidação. O BCE congratula-se com a decisão da Comissão de não contemplar a regulamentação da compensação e liquidação na directiva proposta e concorda

com a motivação subjacente, expressa na secção V.1 da exposição de motivos. De facto, a eficiente compensação e liquidação das operações sobre títulos são fundamentais para o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários, para o exercício harmonioso das operações de política monetária e para a estabilidade do sistema financeiro no seu conjunto. Devido à sua importância sistémica e à complexidade das questões técnicas e de interesse público envolvidas, a regulamentação destes distintos tipos de funções do mercado devem ser tratada em separado. Por outro lado, a estreita ligação entre a negociação e a pós-negociação exige uma regulamentação coordenada. Por este motivo, o BCE recomenda à Comissão a finalização de um regime jurídico adequado para os aspectos da compensação e liquidação. O BCE tem o maior interesse na discussão em curso sobre o conteúdo de um programa comunitário de infra-estruturas pós-negociação, e assegura à Comissão o seu apoio total na definição das orientações de política subjacentes a qualquer acção proposta.

19. Na linha das considerações precedentes, a directiva proposta confina o tratamento da compensação e liquidação à clarificação dos direitos das empresas de investimento e dos membros e participantes nos mercados regulamentados ao livre acesso aos sistemas de compensação e liquidação localizados noutros Estados-Membros. De acordo com o n.º 1 do artigo 32.º, os Estados-Membros devem garantir que as empresas de investimento de outros Estados-Membros têm a possibilidade de aceder, directa ou indirectamente, aos sistemas de contraparte central, compensação e liquidação situados no respectivo território para efeitos de conclusão das transacções em instrumentos financeiros, e que o acesso àqueles sistemas seja sujeito aos mesmos critérios comerciais transparentes e objectivos que se aplicam aos participantes nacionais. Em especial, os Estados-Membros não devem restringir a utilização desses sistemas à compensação e liquidação de transacções em instrumentos financeiros efectuadas nos mercados regulamentados ou MTF situados no seu território. De igual forma, nos termos do n.º 2 do artigo 32.º, os Estados-Membros devem garantir que os mercados regulamentados situados no seu território oferecem aos membros ou participantes directos, indirectos e à distância, o direito de designarem o sistema de liquidação para as transacções em instrumentos financeiros efectuadas nesses mercados regulamentados. O BCE apoia a ideia de que todas as empresas de investimento devem beneficiar das mesmas possibilidades de ingressar ou ter acesso aos mercados regulamentados em todo o espaço comunitário, e subscreeve a apreciação de que, independentemente da forma como as operações estão actualmente organizadas nos Estados-Membros, importa abolir as restrições técnicas e legais ao acesso directo, indirecto ou remoto aos mercados regulamentados. Tendo em vista facilitar a realização das operações transfronteiriças, o BCE partilha também do parecer segundo o qual é conveniente facultar o acesso a sistemas de compensação e liquidação em toda a Comunidade a empresas de investimento, incluindo as que exploram MTF, independentemente dessas operações terem ou não sido concluídas nos mercados regulamentados do Estado-Membro interessado. Relativamente ao acesso a, e à escolha das, contrapartes centrais, o BCE divulgou já as suas ideias acerca da necessidade de assegurar o livre acesso para se criarem condições equitativas de exercício da actividade aos prestadores de serviços.

(1) Ver caixa intitulada «Novas tendências a nível da negociação financeira europeia» na página 8 da exposição de motivos.

20. O BCE partilha a opinião da Comissão de que as empresas de investimento que pretendam participar directamente em sistemas de liquidação de países parceiros devem respeitar os requisitos de natureza operacional e comercial impostos a essa adesão, bem como as medidas prudenciais destinadas a promover o funcionamento harmonioso e ordenado dos mercados financeiros, como consta do considerando 35. No entender do BCE, a expressão «medidas prudenciais» não se refere às medidas internas de gestão de riscos e controlo do operador do sistema, mas a medidas aplicadas pelas autoridades públicas responsáveis pelo funcionamento ordenado dos mercados financeiros. Seria, pois, conveniente fazer reflectir este conceito no texto da directiva proposta, incluindo não apenas a supervisão prudencial, mas também a superintendência, visto que o funcionamento harmonioso e ordenado dos mercados financeiros também pode ser assegurado por outro tipo de disposições regulamentares adoptadas pelos Estados-Membros.
21. Nos termos do n.º 2 do artigo 32.º, o direito dos membros ou dos participantes nos mercados regulamentados de designarem o sistema de liquidação para as transacções em instrumentos financeiros efectuadas nesses mercados fica sujeito, entre outras condições, à «existência de um acordo, por parte da autoridade competente responsável pelo mercado regulamentado, de que as condições técnicas para a liquidação de transacções concluídas no mercado regulamentado, através de um sistema de liquidação que não o designado pelo mercado regulamentado, permitem o funcionamento harmonioso e ordenado dos mercados financeiros». Na linha do comentário anterior, deve ter-se presente que a competência para assegurar o funcionamento harmonioso e ordeiro dos mercados financeiros pode caber a autoridades distintas das autoridades do mercado, como as que gozem de uma competência específica nos domínios da compensação e/ou da liquidação das transacções de títulos (no mercado regulamentado), de acordo com a regulamentação de cada Estado-Membro. A formulação do artigo 32.º deveria também contemplar estas autoridades e, eventualmente, coordenar as respectivas funções. Além disso, ao invés de condicionar o direito de designação ao acordo específico da(s) autoridade(s) competente(s), seria aconselhável estabelecer requisitos mínimos harmonizados. Neste particular, deveria ser reconhecido o interesse e/ou a competência dos bancos centrais quanto ao bom funcionamento dos sistemas de compensação e liquidação das operações de títulos. O BCE entende que a Comissão, ao solicitar o parecer do CARMEVM, incumbirá também este órgão de consultar os BCN sobre as medidas de aplicação do n.º 4 do artigo 32.º
22. O BCE considera que o n.º 4 do artigo 32.º tem por objectivo fixar às autoridades competentes critérios objectivos para avaliarem a designação de um dado sistema pelos membros ou participantes indirectos e à distância de um mercado nacional regulamentado. É indispensável assegurar que a conduta das autoridades competentes não seja considerada pelos participantes como discriminatória a favor dos sistemas nacionais quando essas autoridades discordarem de uma determinada designação, desde que as suas decisões se orientem por critérios objectivos e harmonizados. Uma vez adoptadas pelos órgãos de decisão competentes, as recomendações do SEBC-CARMEVM poderiam servir de padrão de referência para os BCN e outras autoridades competentes.
23. Em sexto lugar, o intercâmbio de informações e as obrigações de prestação de informação. O BCE regozija-se com o n.º 6 do artigo 54.º, que elimina todas as barreiras legais ao intercâmbio de informação entre as autoridades competentes e os membros do SEBC, incluindo os BCN e o BCE, para efeitos do exercício das respectivas funções. O crescente grau de integração dos mercados financeiros na UE e na zona euro exige um esforço crescente e decidido de cooperação e de intercâmbio rápido e eficiente de informação. Este esforço deveria envolver, de um modo particular, as autoridades de supervisão competentes numa base plurinacional e plurisectorial, bem como os BCN.
24. Finalmente, o BCE observa que, de acordo com o artigo 56.º da directiva proposta, os Estados-Membros de acolhimento podem, para fins estatísticos, exigir a todas as empresas de investimento com sucursais localizadas no respectivo território que lhes transmitam periodicamente informações sobre as actividades dessas sucursais. O BCE gostaria de assinalar que um subgrupo de empresas de investimento e sucursais faz parte da população de referência do BCE para fins de cumprimento das exigências de informação estatística do BCE, tal como definidas no artigo 1.º do Regulamento (CE) n.º 2533/98 do Conselho, de 23 de Novembro de 1998, relativo à compilação de informação estatística pelo Banco Central Europeu ⁽¹⁾. Tendo em vista minimizar o esforço de prestação de informação, o BCE recomenda às autoridades que verifiquem quais os dados estatísticos já disponíveis, implementando no artigo 56.º da directiva proposta quaisquer requisitos adicionais de recolha de informação estatística. E, além disso, no caso de serem recolhidas estatísticas por força do citado artigo, o BCE apreciaria o intercâmbio de informação.
25. O presente parecer será publicado no *Jornal Oficial da União Europeia*.

Feito em Frankfurt am Main, em 12 de Junho de 2003.

O Presidente do BCE

Willem F. DUISENBERG

(1) JO L 318 de 27.11.1998, p. 8.