



COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS

Bruxelas, 28.5.2002
COM(2002) 257 final

**COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO AO CONSELHO E AO
PARLAMENTO EUROPEU**

**Os mecanismos de compensação e liquidação na União Europeia
Principais problemas e desafios futuros**

COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO AO CONSELHO E AO PARLAMENTO EUROPEU

Os mecanismos de compensação e liquidação na União Europeia Principais problemas e desafios futuros

Os mecanismos de compensação e liquidação, que asseguram a conclusão das transacções realizadas nos mercados de títulos, são indispensáveis ao funcionamento do sistema financeiro. Na perspectiva da plena realização do mercado interno dos serviços financeiros, será por conseguinte essencial dispor de mecanismos de compensação e de liquidação eficientes (ou seja, eficientes do ponto de vista dos custos, concorrenciais e seguros) no conjunto da UE. Embora os mecanismos que existem actualmente na União sejam de um modo global eficientes a nível das operações internas, esses sistemas têm uma base nacional e não se associam para assegurar um tratamento pós-transacção eficiente para as operações transfronteiras. Esta ausência de mecanismos eficientes de compensação e de liquidação para as operações transfronteiras não permite beneficiar em pleno das vantagens do mercado interno de serviços financeiros.

A falta de eficiência a nível dos processos de compensação e liquidação transfronteiras na União explica-se em grande parte pela fragmentação de uma actividade que padece de disparidades nacionais a nível dos requisitos técnicos e das práticas de mercado, dos procedimentos fiscais e da legislação aplicável aos valores mobiliários. Além disso, na ausência de uma abordagem regulamentar comum para a actividade de compensação e liquidação, os receios associados à eventual existência de riscos operacionais e prudenciais contribuem igualmente para refrear o desenvolvimento da actividade transfronteiras. A criação de uma conjuntura integrada para as actividades de compensação e liquidação constitui por conseguinte um requisito prévio essencial para se poder assegurar um tratamento pós-transacção eficaz para todas as operações sobre valores mobiliários na UE. Para este fim, a Comissão definiu dois objectivos principais.

O primeiro objectivo consiste em suprimir os obstáculos que dificultam a conclusão das operações transfronteiras individuais e que assumem a forma de disparidades nacionais a nível das normas técnicas/práticas de mercado, dos procedimentos fiscais e da legislação aplicável aos valores mobiliários. A Comissão considera que a eliminação dos entraves relacionados com requisitos técnicos incumbe antes de mais ao sector privado. As autoridades nacionais e comunitárias podem todavia desempenhar um papel activo na supressão destes obstáculos, encorajando a harmonização através da concepção de normas comuns. A eliminação dos outros obstáculos suporá uma intervenção pública, por exemplo no que diz respeito à determinação do regime jurídico aplicável às operações sobre títulos e à detenção de títulos na UE.

Uma vez que a supressão dos obstáculos não conduz automaticamente a um clima de concorrência leal, o segundo objectivo consistirá em eliminar as distorções concorrenciais ou as desigualdades de tratamento entre entidades que oferecem serviços de compensação e liquidação semelhantes. A existência de uma infra-estrutura de compensação e de liquidação plenamente integrada a nível da UE supõe que os direitos de acesso aos sistemas sejam alargados, transparentes, objectivos, e, acima de tudo, efectivos. Na suas decisões de investimento, os participantes no mercado não deverão estar sujeitos a restrições associadas à

localização da contraparte, dos títulos ou da infra-estrutura. O acesso a todos os sistemas indispensáveis deve ser generalizado (para todos os mercados, fornecedores de infra-estruturas e participantes no mercado). A proposta de revisão da Directiva relativa aos Serviços de Investimento, que prevê a possibilidade de escolha dos sistemas para as actividades pós-transacção, constitui um primeiro passo neste sentido. O efeito destas medidas poderia ver-se reforçado por uma aplicação concomitante da política de concorrência.

A nível da UE, as infra-estruturas de compensação e liquidação apenas serão genuinamente integradas e concorrenciais se respeitarem normas rigorosas de integridade do mercado e de estabilidade financeira. Para este efeito, será conveniente chegar a um acordo sobre uma concepção comum do quadro regulamentar e prudencial mais adequado para reger os prestadores de serviços de compensação e liquidação, de onde a iniciativa complementar tomada pelas autoridades de regulamentação dos mercados de valores mobiliários e dos bancos centrais, que decidiram desenvolver normas comuns. A aplicação destas normas deverá, em grande medida, apaziguar os receios das autoridades de regulamentação relativamente à utilização de sistemas de outros Estados-Membros. No entanto, não é certo que estas normas comuns sejam suficientes por si só para proporcionar um enquadramento estável e equitativo para a utilização transfronteiras dos sistemas de compensação e liquidação. Poderia por conseguinte ser conveniente recorrer a instrumentos legislativos comunitários para prever um certo número de princípios fundamentais (por exemplo, a nível da definição das funções pertinentes, da autorização dos prestadores e das regras que regem a supervisão contínua). Poderiam igualmente prever-se, neste contexto, medidas respeitantes a eventuais normas de adequação dos fundos próprios, às regras em matéria de insolvência e/ou às técnicas de gestão de risco destas instituições.

A presente Comunicação não tem por objectivo pronunciar-se sobre as vantagens das diferentes arquitecturas ou dos diferentes modelos susceptíveis de se aplicarem à prestação de serviços de compensação e liquidação à escala europeia. A escolha da sua configuração deve ser deixada à iniciativa do mercado, respeitando apenas certas restrições legítimas associadas ao interesse público (destinadas a assegurar um grau de concorrência adequado, uma protecção adequada dos investidores e a minimizar o risco sistémico). É por conseguinte fundamental conseguir instaurar uma conjuntura em que o jogo das forças do mercado possa conduzir à configuração mais conveniente para assegurar a eficiência das infra-estruturas de compensação e liquidação na UE.

A presente Comunicação constitui uma primeira etapa no desenvolvimento de uma política em matéria de compensação e liquidação na UE. As partes interessadas são convidadas a enviar as suas observações até 31 de Agosto de 2002. Essas observações devem dirigir-se à DG MARKT F2, Comissão Europeia, B-1049 Bruxelas. Endereço electrónico: market-clearing-settlement@cec.eu.int

I INTRODUÇÃO

Mercados financeiros eficientes e estruturalmente são mais concorrenciais e exercem um maior efeito de atracção sobre os emitentes e investidores do mundo inteiro¹. Para ser competitivo a nível mundial, o mercado financeiro da UE deverá ser profundo, líquido, eficaz, seguro, transparente e eficiente do ponto de vista dos custos. A ponderação das vantagens de um mercado não se baseiam unicamente nos custos directos de utilização dos mercados e sistemas, mas também nas funcionalidades oferecidas e em considerações menos directas sobre por exemplo, a utilização eficiente das garantias. Se os custos de utilização dos sistemas de compensação e liquidação europeus forem demasiado elevados, ou se a infra-estrutura não permitir dispor das funcionalidades pretendidas, os agentes podem renunciar a investir nestes mercados ou recorrer a outros métodos, potencialmente de maior risco, para assegurar a conclusão das suas transacções transfronteiras. É evidente que há que facilitar o acesso dos investidores aos mercados nos quais desejam investir. Estes devem nomeadamente ter a possibilidade de adquirir e deter títulos emitidos por empresas de outros Estados-Membros a um custo razoável. Os custos transfronteiras excessivos deverão ser eliminados, e convém minimizar os riscos jurídicos ou outros susceptíveis de resultarem numa falta de eficiência da compensação e da liquidação, se se pretende dispor de um mercado de valores mobiliários genuinamente integrado a nível da UE.

A natureza dos problemas que se apresentam neste domínio tornou-se recentemente mais clara. Assim, o problema da compensação e da liquidação foi indirectamente abordado nas duas consultas da Comissão sobre a modernização da DSI. O relatório inicial do Grupo Giovannini² fazia um ponto da situação actual dos sistemas de compensação e liquidação na Europa³ e será publicado um novo relatório, que analisará a evolução previsível a nível da arquitectura dos sistemas de compensação e liquidação, no decurso do ano. O Grupo dos Trinta (G30)⁴ está actualmente a preparar recomendações com vista a minimizar os riscos e a maximizar a eficiência no funcionamento destes sistemas. O Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e o Comité Europeu das Autoridades de Regulamentação dos Valores Mobiliários (CEARVM) constituíram um grupo de trabalho conjunto para analisar os problemas de interesse comum no domínio da compensação e da liquidação⁵. Pretendem nomeadamente a adopção de normas comuns aplicáveis por parte dos organismos de compensação e liquidação europeus, inspirando-se nas recomendações⁶ do CPSS-IOSCO⁷ e nas normas de gestão de risco elaboradas pela *European Association of Central Counterparty Clearing Houses* (EACH).

¹ O Conselho Europeu de Lisboa sublinhou a importância de implementar na União, até 2005, um Mercado Único de serviços financeiros plenamente integrado e eficiente. As conclusões do Conselho Europeu de Estocolmo sublinham igualmente o papel crucial que desempenham os mercados financeiros na economia global da União Europeia.

² Grupo de peritos que assiste a Comissão no domínio dos mercados de capitais.

³ Relatório sobre os mecanismos transfronteiras de compensação e liquidação na União Europeia (Novembro de 2001), Economic Paper n.º 163, disponível (em inglês) no endereço seguinte: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm

⁴ Grupo consultivo de alto nível sobre os assuntos económicos e monetários internacionais.

⁵ A Comissão dispõe de um observador no seio deste grupo de trabalho.

⁶ Recomendações para os Sistemas de Liquidação de Valores Mobiliários, Relatório da *Task Force* do CPSS-IOSCO sobre os Sistemas de Liquidação de Valores Mobiliários, Novembro de 2001. Estas recomendações foram aceites de um modo geral pelos bancos centrais e pelas autoridades de regulamentação dos mercados de valores mobiliários como representando normas mínimas para os sistemas envolvidos na conclusão de operações.

⁷ Committee on Payments and Settlements Systems dos bancos centrais do G10 e International Organisation of Securities Commissions.

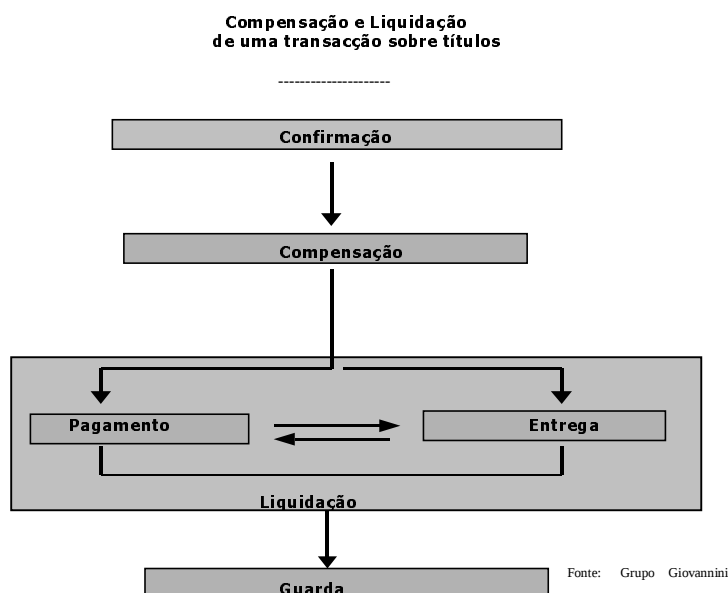
Alimentando-se das informações disponíveis graças a estes vários exercícios, o presente documento consultivo apresenta a política genérica da Comissão neste sector, bem como as orientações possíveis para a sua acção no futuro. São convidados a apresentarem as suas observações o Parlamento Europeu, o Conselho, as autoridades nacionais de regulamentação e de supervisão, as outras organizações e federações de nível nacional e comunitário, os profissionais do mercado, os investidores institucionais, os fornecedores de infra-estruturas e quaisquer outras partes interessadas. Essas observações serão acolhidas favoravelmente, quer digam respeito à orientação genérica assumida neste domínio quer às questões concretas sublinhadas no texto.

II EM QUE CONSISTEM A COMPENSAÇÃO E A LIQUIDAÇÃO E POR QUE MOTIVO SÃO TÃO IMPORTANTES?

As funções de compensação e liquidação constituem um processo através do qual as operações sobre títulos ou instrumentos derivados chegam à sua conclusão definitiva – de modo que o comprador recebe o instrumento financeiro e o vendedor o pagamento correspondente⁸. Estes mecanismos são por vezes designados como a “canalização” dos mercados financeiros. O processo decompõe-se em diversas etapas, embora nem todas se verifiquem necessariamente em cada operação:

- a *confirmação* das condições de uma transacção;
- o cálculo das obrigações que dela decorrem para as partes envolvidas – o processo de *compensação*, que pode conduzir a obrigações líquidas ou brutas;
- uma *contraparte central* que pode interpor-se entre duas partes numa transacção e tornar-se contraparte para ambos os lados dessa transacção;
- a *entrega* dos título envolvidos, acompanhada do *pagamento* correspondente, com vista a chegar à *liquidação*;
- a guarda e a administração dos títulos em *depósito*;
- o *registo*, se necessário, da propriedade dos títulos, num registo legal.

⁸ Por motivos de simplificação, a presente Comunicação utiliza a expressão “compensação e liquidação” de modo geral a fim de abranger todo o conjunto de actividades que podem contribuir para a conclusão de uma transacção.



A eficiência dos processos pós-transacção constitui uma condição indispensável se se pretende que os participantes nos mercados – emitentes, investidores e intermediários – possam efectivamente operar no quadro de um mercado financeiro integrado que abrange toda a UE. Os esforços destinados a melhorar os mecanismos de compensação e liquidação a nível europeu devem por conseguinte ser conduzidos em paralelo com a implementação do Plano de Acção para os Serviços financeiros.

Além disso, os mecanismos de compensação e as contrapartes centrais constituem um elemento fulcral para a estabilidade do sistema financeiro: os sistemas de liquidação de títulos detêm os activos utilizados para garantir os pagamentos nos sistemas de pagamento de grandes montantes e como garantia nas operações de política monetária; as contrapartes centrais constituem por esse motivo um ponto de concentração de riscos para os mercados que servem. As técnicas de gestão de risco e a supervisão global destes sistemas desempenham por conseguinte um papel importante para assegurar o carácter eficiente, líquido, ordenado e sólido do sistema financeiro.

III SITUAÇÃO ACTUAL

Um interesse crescente pelas actividades financeiras à escala europeia

Os profissionais do mercado desejam que a conclusão das transacções transfronteiras seja assegurada com uma maior eficiência e com menores custos. As preocupações manifestadas são diversas: os bancos e empresas de investimento de grande dimensão, com actividades em numerosos mercados, gostariam de centralizar os valores que detêm num sistema único, o que lhes permitiria otimizar a utilização das garantias e minimizar os respectivos custos operacionais. Os investidores institucionais, por seu turno, gostariam de reduzir os custos de uma diversificação dos investimentos para carteiras que incluam valores de toda a União Europeia. Certos emitentes, finalmente, pretendem ter acesso a mercados profundos e líquidos que facilitem a angariação de capital. Quanto aos pequenos investidores, gostariam de ter acesso a uma gama de valores tão vasta quanto possível, a um custo razoável e sem complexidades inúteis. Estas exigências apenas poderão ser satisfeitas se o conjunto de sistemas pré e pós-transacção na Europa formar uma rede integrada e eficaz.

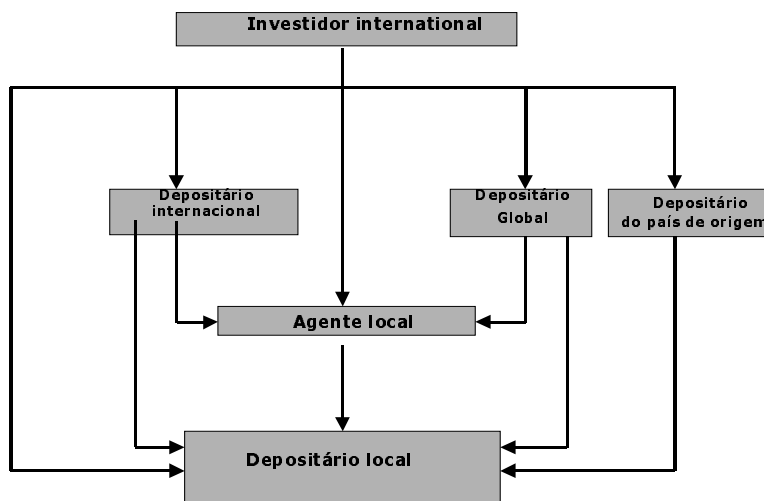
Nos mercados nacionais, a conclusão das transacções sobre títulos efectuadas em bolsa era tradicionalmente assegurada pelo sistema ou sistemas situados no mesmo país que a praça

financeira envolvida. Esta relação bipolar tende progressivamente a desagregar-se sob o efeito de um certo número de factores. A participação numa bolsa limita-se cada vez menos aos simples operadores nacionais. Muitos valores mobiliários são hoje em dia negociados em diversas bolsas nacionais, ou mesmo em plataformas não nacionais com adesão multinacional e cuja sede social se situa frequentemente em países que não aqueles em que são negociados os títulos. Nestas condições, é provável que o modelo tradicional, segundo o qual o local da liquidação é determinado pelo local da negociação, deixa de ser considerado adequado para todos os agentes do mercado.

Os actuais mecanismos de compensação e liquidação transfronteiras da UE já não são eficientes

Em regra geral, os mecanismos que asseguram a conclusão das transacções na UE são eficazes a nível nacional mas revelam-se demasiado complexos e onerosos para um mercado financeiro único à escala da União. A título de exemplo, o gráfico em seguida mostra a multiplicidade de canais que são utilizados para ter acesso a sistemas de liquidação em outros Estados-Membros.

Canais para a liquidação transfronteiras



Fonte: Grupo Giovannini

Esta *complexidade* pode explicar-se em grande parte pelo grau de fragmentação do sector e por conseguinte pelo nível de riscos e de custos, que variam em função do tipo de valor mobiliário, do tipo de transacção e das legislações nacionais aplicáveis. Existem numerosos sistemas, todos com especificidades e características diferentes. Tudo isto vem acrescer a complexidade a nível das tecnologias, das conexões, dos conhecimentos e das qualificações indispensáveis para poder realizar transacções transfronteiras na UE. Todas as diferenças a nível das normas que regem os mercados e sistemas, das condições de adesão dos membros e das legislações nacionais aplicáveis, deverão ser bem compreendidas e respeitadas para se poder assegurar a segurança e a conclusão das operações.

É difícil quantificar os *custos* associados à realização de operações sobre títulos na UE. Variam fortemente em função do título em questão, do tipo e do volume da operação, da natureza da contraparte, das legislações aplicáveis e dos sistemas utilizados. Estudos recentes confirmam que os custos de tratamento pós-transacção de uma transacção transfronteiras (inter-sistemas) sobre títulos na UE são várias vezes mais elevados do que os correspondentes a uma transacção semelhante no mercado nacional. Efectuam-se por vezes comparações com o custo de tratamento pós-transacção nos Estados Unidos, país em que os custos no mercado

interno são igualmente mais baixos do que os correspondentes às transacções transfronteiras na UE. Estes custos, que são mais elevados na União Europeia, incluem custos directos, como por exemplo as despesas de adesão aos sistemas e as comissões sobre as operações e outros custos menos fáceis de identificar, mas, em ambos os casos, esses custos podem ser imputáveis à existência de obstáculos que resultam do carácter fragmentado da infra-estrutura dos mercados financeiros da União. O Relatório Giovannini apresentava uma lista de obstáculos dessa natureza.

Legislação comunitária em vigor

Os instrumentos que integram o quadro regulamentar da UE que rege as actividades de compensação e liquidação não permitem dispor de um quadro completo abrangendo todo o leque de actividades e funções indispensáveis à conclusão das operações. Estes instrumentos não permitem tão-pouco abranger todos os tipos de entidades que exercem este tipo de actividade. Efectivamente, as instituições começaram recentemente a afastar-se dos seus papéis tradicionais, até então claramente definidos, contribuindo assim para esbater a fronteira entre as actividades específicas dos diferentes tipos de instituições. Esta evolução suscitou a exigência de uma “abordagem funcional” da regulamentação, em virtude da qual o regime regulamentar próprio de cada actividade seria definido por referência aos riscos inerentes a essa mesma actividade e não por referência ao tipo de instituição que a exerce. Nesta óptica, as instituições que oferecem as mesmas funções/serviços seriam sujeitas a direitos e obrigações idênticos. Os instrumentos legislativos comunitários actualmente em vigor são os seguintes: a Directiva relativa ao Carácter Definitivo da Liquidação (DCDL), as disposições respeitantes ao rácio de solvabilidade da Directiva de Coordenação Bancária, a Directiva relativa à Adequação dos Fundos Próprios (DAFP), e, em parte, a Directiva relativa aos Serviços de Investimento (DSI). O Anexo I apresenta uma descrição mais pormenorizada do quadro regulamentar actualmente aplicável.

Riscos associados às actividades de compensação e liquidação

Os riscos inerentes aos diferentes tipos de actividades pós-transacção devem ser objecto de uma gestão e de um controlo adequados. Num contexto transfronteiras, os aspectos relacionados com a qualidade técnica e a gestão do risco dos próprios sistemas são essenciais, mas são igualmente importantes todos os aspectos relacionados com as conexões técnicas entre os diferentes sistemas e as suas ligações jurídicas⁹. Os riscos devem ser ponderados não apenas tendo em conta o efeito de repercussão que o incumprimento de um determinado participante pode ter sobre os demais participantes ou sobre o próprio sistema, mas igualmente avaliando o impacto que poderia ter um incumprimento no seio do sistema sobre a estabilidade do sistema financeiro no seu conjunto. É por esse motivo que as autoridades públicas competentes atribuem uma grande importância ao problema da estabilidade financeira global, às questões que se prendem com a regulamentação do mercado e à supervisão prudencial quer das contrapartes centrais quer dos organismos de compensação e liquidação e dos seus membros. Numa rede de serviços de pós-transacção plenamente integrada e abrangendo a União Europeia, a complexidade extrema dos riscos prudenciais e operacionais exigiria por conseguinte uma gestão particularmente rigorosa com vista a

⁹ O Anexo 4 das Recomendações da *Task Force Conjunta* CPSS-IOSCO contém uma descrição da forma como a liquidação de transacções transfronteiras pode dar origem a riscos específicos: os riscos de depósito e jurídicos serão tão importantes quanto mais numerosos forem os agentes e as jurisdições envolvidas; a natureza do risco atinente a uma determinada transferência é igualmente afectada se a liquidação não se opera no depositário de emissão ou em caso de liquidação inter-sistemas.

preservar a integridade global das infra-estruturas de compensação e liquidação, e, por extensão, do sistema financeiro no seu conjunto.

IV OBJECTIVOS DA UE

Para dotar a UE de uma infra-estrutura pós-transacções integrada, convém prosseguir dois objectivos principais. Em primeiro lugar, suprimir os obstáculos à conclusão das transacções transfronteiras individuais, a fim de aumentar a eficiência da compensação e da liquidação transfronteiras na União.

Em segundo lugar, eliminar as eventuais distorções e restrições que afectam as infra-estruturas de pós-transacção na UE para estimular a concorrência entre os diferentes operadores. Os agentes que asseguram funções idênticas devem estar sujeitos a regras e obrigações equivalentes e dispor de direitos semelhantes. As infra-estruturas de negociação e de pós-negociação não devem penalizar a actividade através de restrições ou distorções nem impor restrições suplementares caso as transacções tenham um carácter transfronteiras (relativamente às operações internas).

Os dois objectivos essenciais acima enunciados visam criar condições favoráveis a um processo de reestruturação do sector de pós-transacção induzido pelo mercado. Estes objectivos apoiam-se num certo número de princípios: alargamento das possibilidades de escolha oferecidas aos utilizadores; estímulo da concorrência e preservação da estabilidade financeira e da protecção dos investidores.

V COMO ALCANÇAR ESTES OBJECTIVOS

Estes objectivos podem ser atingidos conjugando as acções adiante descritas.

1 Suprimir os obstáculos à conclusão de transacções transfronteiras individuais

A realização do primeiro objectivo pressupõe a eliminação dos obstáculos que agravam os custos e os riscos associados à realização de transacções transfronteiras. O Relatório Giovannini identificou estes obstáculos e estabeleceu uma distinção entre obstáculos técnicos ou associados às práticas do mercado, obstáculos que resultam das diferenças a nível dos procedimentos fiscais e obstáculos jurídicos.

Obstáculos técnicos e associados às práticas de mercado

Certos destes obstáculos são apenas imputáveis às especificações técnicas, alguns outros às práticas vigentes nos mercados. É esta última categoria que oferece geralmente maiores dificuldades, uma vez que se trata por vezes de práticas inscritas na lei, por vezes de regras impostas pelas bolsas e por vezes de simples convenções específicas de um determinado Estado-Membro.

O Anexo II retoma a lista dos obstáculos devidos às práticas de mercado e às especificações técnicas que figurava no Relatório Giovannini e apresenta uma série de medidas concebidas para fazer face a este tipo de obstáculos. Os aspectos tecnológicos e ligados à configuração dos sistemas dizem respeito prioritariamente ao sector privado: cabe aos agentes do mercado decidir qual é a conjugação de sistemas, de tecnologias e/ou de conexões que melhor dá resposta às suas necessidades. Iniciativas destinadas a implementar normas de comunicação e uma harmonização dos sistemas poderiam contribuir para melhorar a interoperabilidade dos sistemas, o que facilitaria a inter-conexão, a concorrência e a integração entre estes mesmos sistemas.

A inter-operabilidade supõe um processo em três fases:

- a definição das diversas funções que intervêm na conclusão das transacções;
- a definição de procedimentos e métodos comuns para cada elo da cadeia de transacção (critérios de adesão, períodos e calendários de liquidação, procedimentos de compensação e gestão de riscos);
- a adopção de ligações de comunicação harmonizados e de modelos normalizados para as mensagens.

As capacidades técnicas que permitiram assegurar a inter-operabilidade dos sistemas já existem, mas os progressos da UE nesta direcção foram fracos, o que se explica por um certo número de motivos: em primeiro lugar, a persistência de incertezas quanto ao resultado final do processo de integração dissuadiu os operadores do sector de investir na mudança; em segundo lugar, a persistência dos obstáculos de ordem fiscal e jurídica agiu igualmente, segundo se crê, como factor dissuasor. Mas não é de excluir que a ausência de progressos se explique também por motivos menos confessáveis atribuíveis aos proprietários, gestores e utilizadores das infra-estruturas. Por um lado, as partes envolvidas beneficiam de certo modo da actual fragmentação das infra-estruturas, e, por outro lado, os agentes que suportariam o custo da evolução técnica necessária não seriam aqueles que dela mais beneficiariam.

A nível nacional, tanto como a nível comunitário, as autoridades públicas devem esforçar-se por encontrar uma forma de corrigir esta falha do mercado através de acções complementares. No Anexo II pormenoriza-se um certo número de medidas possíveis. As autoridades nacionais poderiam, por exemplo, suprimir as restrições impostas pela sua legislação e simplificar os procedimentos aplicáveis às emissões e às operações de sociedades (“corporate actions”). Os trabalhos empreendidos pelo grupo de trabalho conjunto BCE/CEARDM no sentido de desenvolver princípios e regras comuns deverão também contribuir para reduzir as divergências a nível das práticas do mercado.

As restrições associadas ao local da liquidação, que tornam necessário aceder a uma multiplicidade de sistemas, são citadas como o segundo obstáculo mais importante, nas respostas ao questionário Giovannini. A Comissão incluiu por conseguinte nas suas propostas de revisão da Directiva relativa aos Serviços de Investimento¹⁰ uma disposição que prevê que se autorize os participantes no mercado a designarem o local da liquidação. A concessão deste direito permite às instituições escolherem o local de liquidação das transacções e de detenção dos títulos com base apenas no seu interesse comercial. Assim, poderiam decidir centralizar os títulos que detêm num único sistema ou numa combinação de sistemas, fazendo a sua selecção com base em critérios como o custo, a eficiência, o acesso ao financiamento, a qualidade dos serviços ou outras considerações que entendam pertinentes. Tal teria a vantagem de reduzir a complexidade da infra-estrutura e de autorizar uma gestão mais eficiente das garantias. A Comissão deverá igualmente fazer tudo o necessário para assegurar que o quadro jurídico no qual se operam as transacções sobre títulos não penalize a actividade transfronteiras.

A conjugação das acções descritas no Anexo II constitui a melhor abordagem para a supressão deste tipo de obstáculos? Que acções deveriam ser consideradas prioritárias?

¹⁰ A revisão da DSI deverá estar concluída no final de 2002. Foi lançada em Março uma nova consulta sobre a proposta .

Obstáculos fiscais

As disparidades existentes a nível dos procedimentos de cobrança e reembolso das imposições fiscais seguidos nos mercados nacionais têm um efeito directo sobre a actividade financeira transfronteiras. O Relatório Giovannini insiste nomeadamente sobre dois obstáculos de natureza fiscal que afectam de forma mais directa a compensação e a liquidação. Ambos limitam a capacidade de as instituições fornecerem serviços fiscais independentemente do país em que estão estabelecidas. Certas autoridades nacionais, embora não todas, suprimiram já as restrições que aplicavam quanto à categoria de instituições que eram autorizadas a oferecer este tipo de serviços no seu país.

Certos obstáculos fiscais levantam questões de fundo para o funcionamento dos mercados financeiros europeus. Trata-se em especial da complexidade e da diversidade dos procedimentos aplicáveis aos impostos de retenção na fonte e sobre as mais-valias, que resultam num agravamento dos custos e na necessidade de recorrer aos serviços de intermediários que estejam a par dos regimes locais. A Comissão apresentou recentemente uma proposta de directiva sobre a tributação da poupança¹¹, que se baseia no princípio do intercâmbio de informações entre Estados-Membros. Esta directiva sobre a tributação da poupança virá introduzir um certo número de obrigações mínimas ao agente pagador quanto à identidade dos beneficiários efectivos e à sua residência. Terá provavelmente como efeito aliviar a carga administrativa imposta às instituições em questão.

De um modo mais geral, os diferentes tipos de transacções – empréstimos garantidos, "swaps" e acordos de recompra ("repos"), são objecto de tratamento fiscal diferente de um país para outro. Embora estas disparidades dêem origem a obstáculos técnicos, não estão associadas aos sistemas de compensação e liquidação, excepto no caso de esses sistemas serem utilizados para a implementação de procedimentos.

A Comissão deverá analisar estes aspectos de modo mais aprofundado, com o objectivo de fazer com que as diferenças técnicas a nível dos procedimentos fiscais específicos dos mercados de valores mobiliários deixem de impedir os operadores de executar as suas operações e tomar as suas decisões de investimento em condições óptimas. Os trabalhos nesse sentido foram já iniciados: assim, numa Comunicação dirigida ao Conselho e ao Parlamento Europeu¹², a Comissão identificou um certo número de obstáculos fiscais que penalizam a actividade económica transfronteiras no mercado interno e propôs uma série de medidas de correcção dirigidas a objectivos específicos. De entre os diversos problemas evocados nesse documento, as convenções em matéria de dupla tributação foram consideradas como uma fonte potencial de obstáculos e de distorções.

Obstáculos jurídicos

A base jurídica dos sistemas de compensação e liquidação, a participação nesses sistemas, a detenção e a transferência de títulos no seio dos mesmos sistemas constituem aspectos a nível dos quais é indispensável uma solidez e transparência, quer no âmbito da actividade quotidiana quer em casos de insolvência ou de incumprimento por parte de um participante. Esta questão é especialmente importante à escala da União, uma vez que é cada vez mais frequente que os títulos negociados, as contrapartes da transacção, a plataforma de negociação e os sistemas utilizados para a conclusão da transacção se situem em diversas jurisdições

¹¹ Proposta de directiva do Conselho sobre a tributação dos rendimentos da poupança sob a forma de juros.

¹² Para um mercado interno sem obstáculos fiscais, 23 de Outubro de 2001 ([COM \(2001\) 582](#)).

diferentes. Os obstáculos identificados no Relatório Giovannini resultam da aplicação de regras destinadas a resolver os conflitos de leis, que são necessárias em virtude das diferenças verificadas nos regimes jurídicos que regem os valores mobiliários, a sua transferência e o tratamento da compensação bilateral.

Conflitos de leis

Não existe um regime jurídico harmonizado para reger as transacções sobre valores mobiliários na UE. A actividade transfronteiras acompanha-se frequentemente de incertezas quanto à legislação aplicável às transacções cuja compensação ou liquidação se efectuem em outras jurisdições. A legislação comunitária actual foi concebida para reforçar a segurança jurídica a nível da determinação da legislação nacional aplicável, de entre as legislações dos diferentes territórios nacionais envolvidos.

A Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação (DCDL) e a proposta de Directiva relativa às garantias financeiras (DGF) contêm ambas disposições que representam uma evolução relativamente ao princípio segundo o qual a legislação aplicável deve ser a legislação do país em que o valor mobiliário (ou os direitos sobre esse valor mobiliário) se situam. Em derrogação a este princípio, o valor mobiliário é tratado como se situasse no país do registo, da conta ou do sistema no qual é detido sob forma escritural¹³. Este princípio é conhecido sob a designação de PRIMA (“Place of the Relevant Intermediary Approach”). No entanto, estas disposições da DCDL e da DGF apenas se aplicam em circunstâncias muito específicas: no caso da DCDL, apenas aos títulos constituídos como garantia junto de bancos centrais e de sistemas de pagamento e liquidação e, no caso da DGF, apenas aos títulos dados em garantia. O princípio PRIMA está igualmente no âmago do projecto de Convenção de Haia sobre a legislação aplicável aos direitos de propriedade respeitantes a títulos detidos por intermediários, cuja adopção final deverá verificar-se no decurso de 2002. Esta Convenção, que tem por objectivo determinar a legislação aplicável aos direitos patrimoniais sobre títulos detidos por um intermediário, deverá estabelecer uma abordagem comum para todos os países seus signatários. A Comissão partilha os objectivos que conduziram à elaboração da Convenção e está actualmente a verificar a compatibilidade desse projecto com a legislação comunitária. Esta permitirá aproximar a legislação das práticas reais de mercado na Europa, onde se verifica que o local em que está situada a conta na qual estão inscritos os valores mobiliários escriturais é geralmente considerado como o local de detenção desses mesmos valores.

Diversidade dos regimes jurídicos que regem os valores mobiliários e a sua transferência

Tendo em conta a amplitude das divergências de tratamento jurídico dos títulos na UE¹⁴, há quem entenda que não é suficiente eliminar as incertezas na determinação da legislação aplicável, mas que o ideal seria conseguir igualmente um tratamento jurídico uniforme para os valores mobiliários em toda a União. Tal suporia a criação de um regime jurídico específico abrangendo os valores mobiliários – um “código harmonizado dos valores mobiliários”. Esse regime não seria de todo fácil de conceber, nomeadamente para os títulos de capital, em virtude das múltiplas ligações com as disposições legais dos Estados-Membros em matéria de propriedade, e de direito das sociedades, sucessões e insolvência que seriam afectadas. A Comissão entende por conseguinte que não é viável a curto prazo uma solução deste tipo.

¹³ N.º 2 do artigo 9º da DCDL e artigo 10º do projecto de DGF.

¹⁴ E o carácter aberto das categorias de instrumentos susceptíveis de serem equiparados a valores mobiliários.

Para além da adopção da Convenção de Haia, existem outras medidas necessárias para assegurar a resolução efectiva dos conflitos de leis na UE?

A adopção destas medidas seria suficiente para suprimir as principais inseguranças jurídicas que afectam as transacções sobre valores mobiliários na UE?

Em caso negativo, um “código dos valores mobiliários” que impusesse um tratamento jurídico uniforme para os valores mobiliários em toda a UE seria necessário ou desejável?

2 Eliminar as distorções e as restrições que afectam as infra-estruturas de pós-transacção na UE

Este segundo objectivo deve igualmente ser alcançado se se pretende criar um clima verdadeiramente favorável ao desenvolvimento da actividade transfronteiras. Esta actividade deve ser libertada de quaisquer restrições, sem no entanto se pôr em causa a integridade do mercado ou a estabilidade financeira. Tal supõe a supressão das distorções ou das desigualdades de tratamento das próprias actividades. Seguidamente, todos os mercados, fornecedores de infra-estruturas e operadores deverão poder ter acesso a todos os sistemas indispensáveis, independentemente do local em que estejam estabelecidos. Os mercados apenas estarão plenamente integrados quando os direitos de acesso aos sistemas forem generalizados, transparentes, não discriminatórios, e, sobretudo, efectivos. A aplicação concomitante das regras de concorrência poderia contribuir para reforçar estas medidas.

Condições de concorrência equitativas entre prestadores de serviços de compensação e de liquidação

Na UE, as regras actualmente aplicadas correspondem a uma abordagem institucional tradicional da regulamentação, que conduz a um tratamento desigual da actividade de compensação e de liquidação. Com excepção das disposições da DCDL, apenas os organismos de compensação e liquidação autorizados como bancos ou empresas de investimento são abrangidos pela legislação comunitária. Se se pretende favorecer a concorrência entre instituições que prestam os mesmos serviços em toda a Europa, é importante assegurar que estas são tratadas em pé de igualdade.

Uma das questões evocadas no âmbito do processo de revisão da DSI é o problema do tratamento diferente aplicado às entidades de guarda que são autorizadas como bancos, e aos depositários centrais de valores mobiliários, que não são autorizados nessa qualidade. A guarda é considerada como um serviço auxiliar por parte da DSI, pelo que as empresas de investimento (e os bancos) que dispõem de autorizações que lhes permitem fornecer os serviços principais podem igualmente oferecer serviços de guarda transfronteiras. Os serviços de guarda foram interpretados de forma lata, pelo que incluem a liquidação de transacções sobre títulos entre contas de uma mesma instituição de guarda, o que equivale, consequentemente, a conceder, às instituições que dispõem de autorização como banco/empresa de investimento, uma autorização que lhes permite prestar serviços de liquidação na UE. Não existe nenhum direito semelhante para os depositários que não são nem bancos nem empresas de investimento. Todavia, uma vez que as entidades de guarda alargam o seu leque de actividades, a fronteira entre serviços prestados pelas entidades de guarda e os serviços prestados pelos sistemas de liquidação tende a esbater-se, pelo que os membros desses sistemas podem surgir como concorrentes dos próprios sistemas para determinados serviços, por exemplo para a administração e a gestão de títulos (“asset servicing”). A consulta relativa à DSI evidenciou este desequilíbrio na regulamentação e

conduziu a pedidos no sentido de uma clarificação do quadro jurídico que rege as actividades de compensação e liquidação¹⁵.

A adequação dos fundos próprios constitui um outro domínio em que o tratamento dos bancos/empresas de investimento diverge do aplicado às entidades de guarda e fornecedores de infra-estruturas que não dispõem de autorização bancária. Actualmente, duas instituições que exercem a mesma actividade podem estar sujeitas a regulamentações diferentes e ter por conseguinte direitos e obrigações diferentes, quer a nível nacional quer da União. A igualdade das condições de concorrência apenas poderá ser garantida quando actividades semelhantes forem sujeitas a um tratamento semelhante. Não existe todavia uma definição comum para as actividades pós-transacção a nível da UE que possa facilitar a determinação das exigências de fundos próprios ou o tratamento dos riscos incorridos por instituições específicas. O documento de 1996 do Comité de Basileia onde se explicita o tratamento da compensação multilateral com base no Acordo propõe um certo número de “regras mínimas” para as câmaras de compensação. No entanto, não existem normas equivalentes na legislação comunitária que permitam uma visão comum das actividades específicas que são exercidas e dos riscos a ela associadas.

Será conveniente elaborar, a nível da UE, definições funcionais comuns para as actividades de compensação e liquidação, para assegurar a igualdade das condições de concorrência?

Quais são as actividades de pós-transacção que essas definições deveriam abranger?

A DCDL garante a protecção dos títulos constituídos em garantia e transferidos no âmbito de um sistema, o que inclui as transferências para contrapartes centrais ou para câmaras de compensação. Há quem pense todavia que a aplicação da Directiva não permitiu realizar o objectivo pretendido, a saber, garantir uma harmonização em toda a Europa da definição conceito de carácter definitivo ou do conjunto de riscos que resultam do funcionamento dos sistemas ou da participação nesses sistemas. A Comissão foi convidada a apresentar ao Parlamento Europeu e ao Conselho um relatório sobre a aplicação desta Directiva. Foi lançado para este efeito um estudo, cujos resultados estarão disponíveis em 2003.

Direitos de acesso e escolha dos procedimentos de compensação e liquidação

A legislação actual

A DSI permite actualmente aos membros remotos dos mercados regulamentados o acesso aos sistemas de compensação e liquidação desses mercados. As câmaras de compensação com contraparte central e os sistemas de liquidação podem por conseguinte – e fazem-no – aceitar membros situados em outros Estados-Membros. Os critérios de adesão constituem a primeira linha de protecção na gestão dos riscos por parte de um sistema: as instituições que pretendem participar directamente devem demonstrar a sua capacidade técnica, financeira e jurídica para cumprir as suas obrigações. Os critérios de adesão retidos por um sistema devem todavia ser razoáveis, objectivos, transparentes e aplicados de modo uniforme. Tal supõe nomeadamente que não seja operada qualquer discriminação, incluindo no que diz respeito às funcionalidades oferecidas, em função do tipo ou da localização da instituição que solicita a adesão.

¹⁵

Em muitas respostas ao questionário do Grupo Giovannini e à consulta relativa à DSI, considera-se indispensável elaborar princípios comuns na UE em matéria de autorização, supervisão e adequação dos fundos próprios para as câmaras de compensação. Estes princípios comuns permitiriam assegurar condições de concorrência equitativas para as câmaras de compensação e minimizar os riscos de arbitragem regulamentar entre participantes no mercado.

Orientações para uma revisão da DSI

As propostas de Março de 2002 relativas à compensação e à liquidação que foram formuladas no âmbito do processo de consulta sobre a revisão da DSI deverão permitir aos mercados e às empresas de investimento uma certa amplitude de escolha no que diz respeito ao encaminhamento das transacções para efeitos de compensação/liquidação. Os participantes no mercado teriam a possibilidade de utilizar mecanismos de compensação com contraparte central de outros Estados-Membros para as transacções fora do mercado e teriam o direito de escolher o local de liquidação das suas transacções, sob reserva de estarem criadas as conexões necessárias com o sistema pelo qual optaram. Os mercados regulamentados poderiam ser autorizados a recorrer a serviços de contraparte central estabelecidos num outro Estado-Membro para a totalidade ou para uma parte das suas transacções, após autorização da autoridade competente responsável pela supervisão do mercado envolvido.

Limitações das propostas actuais

Nem a actual DSI nem os projectos para a sua revisão prevêm efectivamente direitos generalizados em matéria de acesso e de escolha. Estes textos limitam-se a levantar algumas das restrições opostas aos participantes no que diz respeito ao local da liquidação, mas não oferecem às contrapartes centrais e aos depositários centrais o direito correspondente de se tornarem membros de outros sistemas de compensação e liquidação. A legislação comunitária poderia servir de instrumento para criar direitos de acesso e de escolha em favor de todos os tipos de instituições que exercem actividades de compensação e liquidação (e entre estas instituições). Será todavia conveniente verificar se não existem argumentos, que se prendem com a eficiência ou a gestão dos riscos, que justifiquem a manutenção das vias de encaminhamento ("default") das transacções para contrapartes centrais.

Será conveniente recorrer a uma medida legislativa comunitária para instituir direitos generalizados de acesso e de escolha no que diz respeito a todos os elos da cadeia de negociação e liquidação?

Estes direitos de acesso e de escolha apenas contribuirão para reforçar a integração ou a concorrência se puderem ser efectivamente exercidos. Para além dos problemas técnicos, operacionais e jurídicos descritos mais acima, existem igualmente certos receios quanto à atitude das autoridades nacionais de regulamentação: estas disporiam efectivamente de um direito de recusa se invocassem um efeito negativo sobre o bom funcionamento do mercado. Na ausência de normas comuns unanimemente aceites em matéria de autorização, de supervisão e de controlo destes sistemas, as autoridades nacionais poderiam rejeitar a utilização de sistemas de outros países para a conclusão de transacções que seriam efectuadas nos seus próprios mercados ou por instituições ou investidores nacionais. É por conseguinte indispensável dispor de critérios comuns e objectivos que permitam às autoridades de regulamentação avaliar os riscos inerentes aos diferentes sistemas e conexões, se se pretende evitar restrições arbitrárias em matéria de acesso e de escolha.

Quais os factores que as autoridades de regulamentação do mercado deverão ter em conta para autorizar o recurso a um sistema de outro Estado-Membro?

Desenvolvimento de uma abordagem regulamentar comum

Não existe, actualmente, uma abordagem comum da regulamentação que abrange as contrapartes centrais, os sistemas de liquidação e as entidades de guarda da UE. Se se pretende promover a inter-conexão entre sistemas e o seu reagrupamento, é indispensável estudar desde já os problemas com que se deverão defrontar as autoridades públicas, de modo que as divergências a nível das práticas nacionais de regulamentação não refreiem o desenvolvimento do mercado.

Actualmente, as modalidades da cooperação e da comunicação entre autoridades responsáveis por um sistema ou pelos seus participantes estabelecem-se por acordo directo entre essas autoridades nos casos de fusão e de criação de empresas comuns. Tendo em conta o número crescente de fusões e inter-conexões transfronteiras, as autoridades de regulamentação ver-se-ão confrontadas com uma carga de trabalho cada vez mais pesada para assegurar uma supervisão eficaz das actividades de compensação/liquidação. É cada vez mais importante distinguir claramente qual o regime prudencial aplicável (ou seja, qual a autoridade que, de entre as susceptíveis de estarem envolvidas pelas questões de compensação/regulamentação transfronteiras, é competente para a supervisão da actividade transfronteiras em causa).

Os trabalhos empreendidos no âmbito do grupo de trabalho conjunto BCE/CEARVM com vista a desenvolver uma abordagem comum sobre um grande leque de questões ligadas com estes sistemas contribuirão certamente para melhorar a compreensão da conjuntura actual e assegurar uma maior convergência dos pontos de vista sobre as questões respeitantes aos diferentes sistemas e actividades que são considerados mais sensíveis por parte das autoridades de regulamentação. O Grupo lançou igualmente um processo de consulta e deverá tomar em consideração as respostas recebidas ao elaborar qualquer projecto de adaptação europeia das Recomendações CPSS/IOSCO.

Todavia, é possível que a definição de normas comuns sectoriais e/ou regulamentares não seja suficiente para garantir um enquadramento estável e equitativo para a utilização transfronteiras dos sistemas de compensação e liquidação. Estas normas poderiam permitir a subsistência de restrições ao exercício dos direitos de acesso e de escolha. Nesse caso, poderia inserir-se um determinado número de princípios orientadores na legislação comunitária, que poderiam assumir a forma de uma directiva-quadro abrangendo aspectos como a autorização, a supervisão, as técnicas de gestão de risco, o tratamento das situações de insolvência ou a adequação dos fundos próprios das instituições envolvidas.

Será necessário prever uma legislação-quadro que abranja estas funções a nível da UE?

Em caso afirmativo, que aspectos particulares deveriam ser abrangidos por uma legislação deste tipo?

Política de concorrência

O principal factor de promoção da concorrência entre empresas que prestam serviços de compensação e liquidação deverá decorrer inicialmente de medidas destinadas a assegurar o livre acesso às redes e a sua interoperabilidade. Todavia, uma aplicação em paralelo das regras de concorrência é igualmente indispensável.

Os artigos 81º, 82º e 86º do Tratado (regras de concorrência da UE) aplicam-se às empresas de todos os sectores da economia, incluindo a actividade de compensação e liquidação.

O artigo 81º proíbe os acordos entre empresas susceptíveis de afectar o comércio entre Estados-Membros e que tenham por objectivo ou efeito impedir, restringir ou falsear a concorrência. Com excepção de certas proibições fundamentais, que sancionam comportamentos como por exemplo a fixação dos preços, a repartição dos mercados ou a limitação da produção, os acordos apenas podem infringir o artigo 81º caso sejam celebrados por empresas que tenham um poder de mercado suficiente para ter um impacto negativo sobre o mercado. As disposições do artigo 82º impõem obrigações específicas às empresas que detêm uma posição dominante no mercado. Uma empresa gerida de modo eficiente tende a reforçar a sua posição no mercado, o que pode conduzir à obtenção de um poder de mercado substancial. A detenção de uma posição dominante não é um mal em si, uma vez que resulta meramente da eficiência da empresa. Mas se estas empresa explora a sua posição dominante para abafar a concorrência, chega-se a uma situação anti-concorrencial que pode constituir um abuso na aceção do artigo 82º do Tratado.

O artigo 86º atribui à Comissão a responsabilidade de velar para que os Estados-Membros (bem como certas empresas envolvidas) respeitem as regras de concorrência da Comunidade ao conceder direitos especiais ou exclusivos a certas empresas.

Os serviços da Comissão estão neste momento a lançar um inquérito aprofundado sobre o sector da compensação e da liquidação. Os destinatários do inquérito são os operadores do mercado, incluindo os bancos, as plataformas de negociação e os sistemas de compensação e liquidação. O objectivo deste inquérito consiste em garantir que a política de concorrência da Comunidade está a ser bem respeitada neste sector de tão elevada importância.

No domínio da compensação e da liquidação, a Comissão identificou já um certo número de pontos susceptíveis de suscitar receios no que se refere ao respeito das normas de concorrência:

- em primeiro lugar, certos participantes no mercado afirmaram que determinados sistemas de liquidação praticavam uma tarifação discriminatória e aplicavam condições diferentes a transacções equivalentes;
- em segundo lugar, a eventual existência de acordos exclusivos entre mercados bolsistas e sistemas de compensação e liquidação poderia restringir a concorrência a nível dos sistemas de compensação e liquidação;
- em terceiro lugar, certos participantes no mercado sublinharam que existe um risco de tarifação excessiva dos serviços de compensação e liquidação nos casos em que (i) o sistema de compensação e/ou de liquidação é controlado por uma plataforma de liquidação e (ii) as transacções efectuadas nesta plataforma deverem ser compensadas e/ou liquidadas no seio do mesmo sistema (configuração de tipo “silo vertical”).

O procedimento oficioso em curso permitirá avaliar se certos destes receios são fundados e, em caso afirmativo, se os eventuais problemas podem ser resolvidos pela aplicação das regras de concorrência da UE.

VI PRÓXIMAS ETAPAS

A presente Comunicação reúne um certo número de questões fortemente ligadas entre elas, e faz um ponto de situação sobre os diferentes aspectos dos trabalhos actualmente em curso na Europa a este propósito. Expõe o actual parecer da Comissão nesta matéria e pretende suscitar opiniões quanto à melhor via a seguir.

As eventuais observações deverão ser comunicadas o mais tardar até 31 de Agosto de 2002, quer se refiram ao conjunto do documento ou a questões específicas nele sublinhadas. Estas questões são retomadas em seguida, para facilitar as referências.

Com base nas reacções a esta consulta, a Comissão estará em condições de ponderar quais as acções mais adequadas neste domínio. Poderá nomeadamente tratar-se de novas medidas legislativas com o objectivo de melhorar a segurança jurídica para as transacções sobre valores mobiliários ou de uma proposta de directiva-quadro que defina as funções e as condições de actividade dos organismos de compensação e liquidação.

Em paralelo, diversas iniciativas deverão igualmente contribuir para este debate:

- o Grupo Giovannini vai publicar o seu segundo relatório, no qual expressará a sua opinião sobre as acções prioritárias neste domínio e examinará os possíveis modelos a seguir no futuro;
- o Grupo dos Trinta formulará recomendações com o objectivo de melhorar a infra-estrutura mundial em matéria de compensação e liquidação;
- o Grupo de trabalho conjunto BCE/CEARVM deverá prosseguir os seus trabalhos tendentes à harmonização a nível da supervisão e controlo.

Com o concurso de todos estes elementos, bem como das observações suscitadas pela presente Comunicação, a Comissão disporá dos elementos necessários para tomar uma decisão sobre as próximas etapas a franquear. No final de 2002, publicará um documento onde traçará em linhas gerais os resultados deste exercício de revisão e do processo de consulta, apresentando igualmente quaisquer outras medidas que tencione adoptar.

Questões relativamente às quais se solicita uma resposta específica

A conjugação das acções descritas no Anexo II constitui a melhor abordagem para a supressão deste tipo de obstáculos? Que acções deveriam ser consideradas prioritárias?

Para além da adopção da Convenção de Haia, existem outras medidas necessárias para assegurar a resolução efectiva dos conflitos de leis na UE? A adopção destas medidas seria suficiente para suprimir as principais inseguranças jurídicas que afectam as transacções sobre valores mobiliários na UE?

Em caso negativo, um “código dos valores mobiliários” que impusesse um tratamento jurídico uniforme para os valores mobiliários em toda a UE seria necessário ou desejável?

Será conveniente elaborar, a nível da UE, definições funcionais comuns para as actividades de compensação e liquidação, para assegurar a igualdade das condições de concorrência? Quais são as actividades de pós-transacção que essas definições deveriam abranger?

Será conveniente recorrer a uma medida legislativa comunitária para instituir direitos generalizados de acesso e de escolha no que diz respeito a todos os elos da cadeia de negociação e liquidação?

Quais os factores que as autoridades de regulamentação do mercado deverão ter em conta para autorizar o recurso a um sistema de outro Estado-Membro?

Será necessário prever uma legislação-quadro que abranja estas funções a nível da UE? Em caso afirmativo, que aspectos particulares deveriam ser abrangidos por uma legislação deste tipo?

ANEXO I: LEGISLAÇÃO COMUNITÁRIA ACTUAL

O quadro regulamentar em vigor é constituído essencialmente pela Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação (DCDL), pelas disposições relativas ao rácio de solvabilidade contidas na Directiva de coordenação bancária, pela Directiva relativa à adequação dos fundos próprios (DAFP) e, indirectamente, pela Directiva relativa aos serviços de investimento (DSI).

Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação (98/26/CE). O objectivo da DCDL consiste em reduzir o risco sistémico associado à participação nos sistemas de pagamento e de liquidação de valores mobiliários, em especial o risco associado à insolvência de um participante num sistema deste tipo. Esta Directiva contém disposições que estabelecem o carácter definitivo e irrevogável das ordens de pagamento e da compensação dos pagamentos, bem como a não-retroactividade dos processos de insolvência; definem qual a legislação relativa às falências aplicável aos direitos e obrigações no âmbito de um sistema de pagamento/liquidação de operações sobre títulos; instituem uma protecção relativamente aos processos de falência para as garantias constituídas no âmbito da participação num sistema; e especificam a legislação aplicável à prestação transfronteiras de garantias.

Directiva de coordenação bancária / Directiva relativa à adequação dos fundos próprios (93/6/CEE, 98/31/CE, 98/33/CE). Dois aspectos destas Directivas, e das suas eventuais revisões no futuro, dizem directamente respeito aos sistemas de compensação e liquidação. Trata-se antes de mais das regras respeitantes ao tratamento dos riscos incorridos sobre as contrapartes centrais, sistemas de liquidação e depositários e, seguidamente, das disposições relativas às exigências em termos de fundos próprios impostas a estes tipos de instituições.

O n.º 9 do artigo 2º da Directiva 93/6/CEE prevê que “*aos riscos incorridos sobre câmaras de compensação e bolsas reconhecidas será atribuída a mesma ponderação que a atribuída sempre que a contraparte relevante seja uma instituição de crédito.*” Não existe uma definição comum para o conceito de “câmara de compensação reconhecida” na UE. A Directiva 98/33/CE confere às autoridades competentes dos Estados-Membros a possibilidade (até 31 de Dezembro de 2006) de dispensarem os contratos do mercado de balcão das exigências associadas aos riscos de contraparte quando sejam tratados por uma câmara de compensação com contraparte central e todos os riscos actuais e futuros potenciais estejam plenamente garantidos numa base diária. Não se indica claramente se esta dispensa se estende às instituições de outros países que não aquele que concedeu a autorização à contraparte central.

Não é imposta nenhuma exigência específica de capital às instituições que prestam serviços de contraparte central. Todavia, certas contrapartes centrais europeias são bancos e estão por conseguinte sujeitas à legislação bancária. Na Europa, as contrapartes centrais empregam um certo número de modelos diferentes para se assegurar que dispõem de recursos adequados em termos de liquidez e de qualidade para cobrir os riscos em que incorrem.

Os créditos directos sobre um sistema de liquidação em princípio só surgem quando o sistema envolvido exerce igualmente uma actividade bancária, caso em que esses créditos directos são tratados como créditos sobre qualquer outro banco. No que diz respeito às exigências de fundos próprios aplicáveis aos próprios sistemas, apenas os sistemas que são bancos ou empresas de investimento são sujeitos a requisitos. Todavia, como já se referiu mais acima, os sistemas de carácter não-bancário não estão expostos a riscos relativamente aos seus membros e não estão por conseguinte sujeitos a um risco de crédito de contraparte.

Directiva relativa aos serviços de investimento (93/22/CEE) A DSI concede às empresas de investimento autorizadas (e aos bancos) um passaporte que lhes confere um direito de acesso directo e indirecto às infra-estruturas de compensação e liquidação propostas por membros dos mercados regulamentados da União.

A proposta de *Directiva relativa aos contratos de garantia financeira*, COM (2001) 168 final, [a propósito da qual o Conselho emitiu um acordo de orientação em 13 de Dezembro de 2001] tenta resolver os principais problemas que afectam a utilização transfronteiras de garantias nos mercados financeiros de grande escala. Esta Directiva tem por objectivo instituir um regime comunitário simples e eficiente para a celebração de contratos de garantia, tendo os participantes no mercado a possibilidade de celebrar esses contratos em condições equivalentes em toda a União. No seu estado actual, prevê uma protecção limitada dos contratos de garantia contra os efeitos de determinadas disposições das leis relativas à insolvência. Reforça a segurança jurídica a nível da prestação transfronteiras de garantias sob forma de valores mobiliários escriturais, através de uma extensão da aplicação dos princípios que regem a determinação do local em que são detidos os valores enunciados na Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação. Finalmente, reduz as formalidades administrativas associadas à celebração ou à execução dos contratos de garantia. Esta simplificação das formalidades administrativas deverá também contribuir para reforçar a eficiência das operações transfronteiras dos bancos centrais e dos sistemas de pagamento e liquidação de títulos abrangidos pela Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação, que não diz respeito a estes domínios.

**ANEXO II: POSSÍVEIS ACÇÕES PARA RESOLVER O PROBLEMA DOS
ENTRAVES RESULTANTES DAS PRÁTICAS DE MERCADO E OS DE
NATUREZA TÉCNICA**

Obstáculos identificados pelo Relatório Giovannini	Possíveis iniciativas do sector privado	Possíveis respostas das autoridades nacionais	Possíveis acções coordenadas a nível da UE
Diferenças a nível das normas e interfaces TI	Adopção de normas comunitárias para a comunicação entre sistemas ou entre os sistemas e os seus membros (ISO 15022)		Inclusão destas normas de comunicação nas Recomendações comunitárias. Prazo-limite para a aplicação das normas a nível da actividade do Eurosistema.
Restrições nacionais que obrigam a utilizar diversos sistemas		Medidas que suprimem as restrições contidas nas legislações nacionais Coordenação/troca de informações com os outros Estados-Membros para facilitar a utilização transfronteiras	Reforço dos direitos de acesso e de escolha através da legislação do mercado único (DSI, etc.) Abordagem comum da supervisão dos sistemas para facilitar a utilização transfronteiras
Diferenças nas regras e procedimentos a nível das operações de sociedades “corporate actions”	Normalização da comunicação entre depositários centrais (ISO 15022)	Medidas de simplificação dos procedimentos (por exemplo, necessidade de documentação “física”)	
Ausência de conclusão intra-diária entre sistemas	Assegurar a conclusão intra-diária a nível das conexões entre sistemas		
Obstáculos ao acesso remoto	Adopção pelos sistemas de critérios de acesso transparentes e não discriminatórios. Todos os participantes beneficiam das mesmas facilidades de acesso independentemente da sua localização	Supressão dos obstáculos jurídicos que impedem o exercício de direitos de acesso remoto	Facilitar o acesso aos sistemas – através, por exemplo, da DSI Definir uma abordagem comum dos princípios que regem o acesso aos sistemas
Diferenças nacionais nos prazos de liquidação	Harmonização		Incentivo à harmonização através de recomendações/normas

Diferenças nacionais nos horários de funcionamento/prazos de liquidação	Harmonização dos horários de funcionamento, harmonização e transparência dos prazos		Normas do BCE que impõem a conformidade com o TARGET Normas/Recomendações comunitárias que alargam o âmbito de aplicação?
Divergências nas práticas de emissão	Desenvolvimento das conexões intra-diárias, normalização das comunicações (ISO 6166)	Análise das práticas de emissão e simplificação dos procedimentos, por exemplo na atribuição de códigos ISIN	Inclusão de normas de comunicação em todas as recomendações comunitárias
Restrições respeitantes à localização dos valores mobiliários		Medidas para suprimir as restrições legislativas que associam o local de emissão/de registo com o local de liquidação	Facilitar a escolha do local de liquidação através da DSI Reforçar o quadro jurídico para facilitar as transferências de valores mobiliários na UE
Restrições à actividade dos corretores primários e dos corretores de contrapartida		Ponderar a necessidade de manter estas restrições num mercado integrado e suprimi-las eventualmente	Facilitar a escolha do local de liquidação através da DSI Reforçar o quadro jurídico para facilitar as transferências de valores mobiliários na UE