

**Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre a «Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu: Compensação e liquidação na União Europeia — O rumo a seguir»**

COM(2004) 312 final

(2005/C 221/21)

Em 29 de Abril de 2004, a Comissão Europeia decidiu, conformemente ao disposto no artigo 262.º do Tratado que institui a União Europeia, consultar o Comité Económico e Social Europeu sobre a comunicação supramencionada.

O Comité Económico e Social Europeu incumbiu, em 1 de Junho de 2004, a Secção de Mercado Único, Produção e Consumo da preparação dos correspondentes trabalhos.

Dada a urgência dos trabalhos, o Comité Económico e Social Europeu, na 414.ª reunião plenária de 9 e 10 de Fevereiro de 2005 (sessão de 10 de Fevereiro), designou relator-geral **U. BURANI** e adoptou, por 99 votos a favor e 2 abstenções, o seguinte parecer.

## 1. Introdução

1.1 No contexto do Plano de Acção para os Serviços Financeiros, adoptado em 1999, a Comissão Europeia analisou o problema complexo das transacções no domínio dos valores mobiliários, e em particular o da **compensação** e da **liquidação**, que constituem o elemento fundamental de qualquer transacção. A segurança e a eficiência dos mecanismos, invisíveis para os pequenos investidores, são fundamentais para o funcionamento dos mercados de valores mobiliários. Se, por um lado, os conceitos de base são simples (a compensação oferece uma garantia contra o «risco do custo de substituição» [incumprimento de uma contraparte numa transacção]), ao passo que a liquidação garante o pagamento dos valores vendidos), por outro lado, o desenrolar dos processos, os mecanismos e a regulamentação em que esses conceitos se baseiam são matéria extremamente complexa e técnica. No presente capítulo serão resumidos os aspectos fundamentais do documento da Comissão.

1.2 A nível **nacional**, os sistemas funcionam **satisfatoriamente** do ponto de vista económico e da segurança. Os problemas verificam-se, porém, a nível **transfronteiriço**, que acusam **ineficácia, riscos e custos elevados** em consequência de uma fragmentação excessiva dos mercados, por sua vez provocada pelas **diferenças de legislação, normas e usos** entre os vários países. São os próprios operadores do mercado a salientar a necessidade de reformas.

1.3 A comunicação — à qual se seguirá uma proposta de directiva a publicar futuramente — propõe basear a discussão entre as partes interessadas nos diferentes aspectos do problema, com o objectivo fundamental de **criar um mercado europeu eficiente, integrado e seguro** para a compensação e a liquidação dos valores mobiliários. A integração dos sistemas deverá ser realizada mediante a **intervenção conjunta das forças do mercado e dos poderes públicos**: a Comissão tenciona promover a **coordenação** entre os organismos do

sector privado, as autoridades de supervisão e os responsáveis políticos.

1.4 Será necessária uma directiva-quadro para garantir que os fornecedores das infra-estruturas e os utilizadores dos serviços (operadores autorizados) tenham acesso ao sistema de compensação e liquidação da sua preferência, sistema esse que deverá ser devidamente autorizado, controlado e respeitador das regras de concorrência. A Comissão protesta que a redacção da directiva respeitará os princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade, tendo em consideração a exigência de não interferir, na medida do possível, com os critérios adoptados pelas autoridades nacionais para regulamentar as respectivas estruturas de mercado. Esta forma de proceder deverá assegurar uma base jurídica clara, fiável e coerente.

1.5 A Comissão não discute os méritos de uma eventual **concentração** (transfronteiriça) **das actividades de compensação e liquidação**, que em seu entender deve ser sobretudo impulsionada pelas forças de mercado, sob reserva de serem satisfeitas as preocupações legítimas de interesse geral (concorrência, durabilidade/eficácia dos sistemas, etc.).

## 2. Situação actual

2.1 As técnicas de compensação e liquidação são complexas. No documento da Comissão, esses dois conceitos designam o «conjunto de mecanismos necessários para finalizar uma transacção relativa a valores mobiliários ou instrumentos derivados». Mais precisamente, a função de **compensação** compreende a **novação** (interposição do sistema de compensação e gestão do risco de contraparte) e o **netting** (cálculo das posições de débito e de crédito e tratamento jurídico da compensação bilateral); uma função adicional é a do **netting com novação**, que garante a contraparte contra o risco do custo de substituição (risco de prejuízo por insolvência da contraparte).

2.1.1 As funções de **liquidação** são, no essencial, de carácter **escritural** (registo dos valores, depósito central dos valores desmaterializados, troca de informações nominativas entre depositantes e emitentes, etc.), de **conservação central dos valores** (gestão das contas correntes de títulos, registo das posições, etc.) e de **liquidação** propriamente dita (cálculo das contrapartes, transferências entre contas correntes de valores, ligação aos bancos centrais, transferência automática dos saldos líquidos, operações pontuais de transferência de liquidez para os sistemas de pagamento em dinheiro, execução das transacções de política monetária, etc.).

2.1.2 A **definição das funções**, dos termos técnicos e respectivos conteúdos é assaz ambígua, quer porque a terminologia nem sempre é similar em todas as línguas, quer porque nos mercados nacionais os conceitos podem ser usados com acepções distintas. É, pois, da máxima importância que a futura directiva adopte uma **terminologia comprovadamente exacta**, de compreensão universal e traduzida nas diversas línguas oficiais com a colaboração de técnicos nacionais.

2.2 Os serviços de compensação são prestados por entidades geralmente denominadas **contrapartes centrais (CCP, ou central counterparties, em inglês)**; a liquidação incumbe aos **depositários centrais de valores mobiliários (CSD, ou central securities depositories, em inglês)**. CCP e CSD formam um **circuito fechado** que inclui, para além das suas relações recíprocas, os bancos centrais e os bancos e as instituições financeiras autorizados. Os **investidores não têm contactos com as CCP ou os CSD**, aos quais só têm acesso os operadores (bancos e instituições financeiras membros dos sistemas de compensação).

2.3 As transacções transfronteiras podem ser objecto de liquidação através dos canais seguintes:

- acesso directo à distância ao sistema de liquidação de valores mobiliários estrangeiro,
- recurso a uma entidade de guarda com acesso directo ou indirecto ao sistema de liquidação de valores mobiliários estrangeiro,
- recurso, na qualidade de intermediário, a um CSD internacional com acesso directo ou indirecto ao sistema de liquidação de valores mobiliários estrangeiro.

2.3.1 Para além do facto de nem todas estas opções serem acessíveis a todos os operadores, cada uma delas apresenta vantagens e desvantagens. Têm, todavia, uma **característica comum: custos elevados e ineficiência**, não directamente imputáveis aos sistemas, mas devidos à necessidade de recorrer a processos complexos e de assegurar todos os participantes contra o risco de insolvência ou de não entrega.

2.4 Do que fica dito pode inferir-se que para criar um mercado integrado, competitivo e seguro seria suficiente adoptar padrões comuns, harmonizar as legislações e a fiscalidade, racionalizar e internacionalizar as estruturas. O Comité

adverte, contudo, que o problema não deve ser subestimado. As soluções que, na teoria, podem parecer de fácil aplicação devem ser avaliadas com uma consideração atenta da **situação actual** numa Europa composta de vinte e cinco países, profundamente diferentes quanto às dimensões e ao peso económico. Na União Europeia há vinte e quatro CSD, dois dos quais são por si sós responsáveis por 32,2 % de todas as transacções e por 60,4 % do seu volume global; 14 dos 25 Estados-Membros não possuem estruturas responsáveis pela compensação (CCP). Por outro lado, na Europa dos 15 a liquidação com moeda do banco central é de longe superior à liquidação com moeda bancária e corresponde a 67 % de todas as transacções e do respectivo volume.

2.4.1 Esta situação, aparentemente muito desequilibrada, torna-se compreensível se se atender a que diversos países com uma capitalização de mercado muito reduzida não dispõem, nem podem dispor, de estruturas de CSD e de CCP: estas são, com efeito, onerosas e só se tornam viáveis quando tratam volumes consistentes de transacções. Algumas estruturas atingiram uma **posição de quase monopólio** nos seus países (o mesmo não equivalendo a dizer que infringem as regras de concorrência) e funcionam de forma **eficiente e com baixos custos**.

### 3. Observações na generalidade

3.1 O Comité acolhe favoravelmente a iniciativa da Comissão, cuja redacção representa, em seu entender, um progresso na via da integração dos mercados europeus de valores mobiliários. A matéria é deveras especializada, de natureza técnica e implicando conceitos económicos e financeiros nem sempre de fácil compreensão, mas abrange igualmente **aspectos políticos e concorrenciais** que podem ter repercussões de vulto no futuro dos mercados. As inovações (quer sugeridas quer impostas) deverão por isso ser postas em prática **gradualmente** e acompanhadas de uma avaliação do seu **impacto** imediato e a mais longo prazo.

3.2 Se, por um lado, o objectivo explícito da iniciativa da Comissão consiste em tornar o mercado europeu competitivo com o americano (o qual, de resto, é tomado como «modelo» por sugestão do Parlamento Europeu), cabe não esquecer que o recente **alargamento da União** implicou a absorção de mercados relativamente débeis ou com experiências e estruturas ainda por consolidar. Reformas efectuadas sem uma correspondente avaliação do impacto — imediato mas sobretudo a longo prazo — poderão deixar sequelas traumáticas e incorrer no risco de gerar uma predominância indevida dos sistemas mais fortes. As **concentrações** evocadas pela Comissão como um efeito benéfico da integração (e a respeito das quais a Comissão se proclama neutra) não devem ser induzidas pela necessidade de sobreviver, mas sim baseadas numa **avaliação livre das oportunidades** por parte das forças do mercado.

3.3 Para além dos condicionalismos descritos no ponto 2.4, os principais motivos da fragmentação do mercado são as **diferenças entre as legislações nacionais e os sistemas fiscais**, quer no que toca ao direito de propriedade quer em matéria de transacções. Nestes domínios é necessária uma intervenção comunitária a fim de promover uma **convergência legislativa** que suprima os obstáculos jurídicos e sobretudo fiscais ainda existentes.

3.4 A convergência legislativa é, entretanto, uma condição imprescindível, mas não suficiente. Se o objectivo último é a criação de uma estrutura paneuropeia robusta, importa criar **condições de concorrência equitativas entre os bancos e as instituições financeiras** e promover uma concorrência baseada antes de mais na **liberdade de escolha** dos intermediários (cf. ponto 3.7), mediante um controlo rigoroso das **regras de acesso**. A criação de condições de concorrência ideais é indispensável para uma **redução dos preços** para os investidores.

3.5 A Comissão não toma posição sobre o problema da **distinção entre o papel dos operadores** (bancos e instituições financeiras) e **o das infra-estruturas e da respectiva clarificação**. Estas últimas exercem as funções de **compensação** (contrapartes centrais, CCP) e de **liquidação e guarda** (depositários centrais de valores mobiliários, CSD). Cada uma destas categorias tem atribuições e modos de funcionamento distintos, pelo que se torna necessário adoptar **regras diferentes e formas de controlo apropriadas** a cada um dos papéis. O Comité salienta além do mais que os bancos comerciais têm tendência a integrar cada vez mais as funções de compensação e de liquidação.

3.5.1 No mercado actual há já bastante tempo que operam dois dos maiores organismos que correspondem exactamente à situação descrita no ponto precedente, agindo como bancos e intermediários, embora com contas separadas. As experiências destes organismos são positivas no que concerne à eficiência, às economias de escala e aos resultados económicos; por outro lado, não teria cabimento prescrever nos nossos dias uma cisão ou reestruturação de empresas que constituem a espinha dorsal do mercado.

3.5.2 Há duas opções possíveis: ou se aceita a possibilidade de existirem organismos mistos, ou se escolhe a solução estritamente legalista de impor a separação entre as actividades bancárias e as de compensação e liquidação. A primeira solução é mais favorável para o mercado por razões de eficiência e de custos, mas comporta maiores riscos, pelo menos teoricamente, e a possibilidade de uma menor eficácia dos controlos; a segunda seria conforme aos cânones tradicionais de separação das actividades, mas revela-se menos viável e, em fim de contas, menos desejável. É evidente que a única recomendação que o Comité pode fazer a este respeito é que **a manutenção de contas separadas seja suficientemente transparente para permitir controlos eficazes tanto da parte das autoridades**

**de supervisão como da concorrência**. Seria útil, e mesmo necessária, uma directiva que apresentasse soluções concretas para garantir estas condições.

3.6 Como se disse, os investidores têm contactos exclusivamente com os operadores; às **contrapartes centrais** (CCP) e aos **depositários centrais de valores mobiliários** (CSD) têm **acesso apenas os operadores**, através, respectivamente, dos membros dos sistemas de compensação (*clearing members*) e dos depositários dos valores mobiliários. Os CSD interagem, por sua vez, com os respectivos bancos centrais nacionais e com outros CSD nacionais ou estrangeiros.

3.7 Os operadores estão sujeitos às autoridades de supervisão, mas os intermediários impõem regras extremamente severas, de natureza técnica e patrimonial, para o acesso aos seus serviços. Daí que apenas um número reduzido de operadores tenha contactos directos com os intermediários, ao passo que os outros têm de recorrer a operadores autorizados para a conclusão de transacções de risco. As regras impostas pelos intermediários são condicionadas pela **função de interesse público** que incumbe a essas entidades: cabe-lhes assegurar a **estabilidade do mercado** e, em última análise, a **protecção dos investidores**. As autoridades de supervisão e as autoridades competentes em matéria de concorrência devem assegurar-se, por outro lado, que as regras de acesso definidas pelos intermediários não possam ser utilizadas para restringir a **liberdade de acesso**.

3.8 Dadas as características funcionais de cada um dos intervenientes, é importante para os investidores que os operadores sejam fiáveis e estáveis; o mercado, por sua vez, depende da fiabilidade e da estabilidade dos intermediários. Embora os riscos sejam comuns a operadores e a intermediários, os controlos exercidos sobre uns e outros devem responder a ditames diferentes. Daí a necessidade, referida no ponto 3.5, de manter papéis e normas distintas para cada um deles. No que concerne aos CSD, cabe notar que o risco de crédito dos participantes (que são em grande parte instituições de crédito) é praticamente inexistente dado que a legislação dos Estados-Membros protege os investidores contra a insolvência de um CSD, estipulando que os valores mobiliários que são objecto de guarda não figurem no balanço dos participantes.

3.9 A propósito da diferenciação de atribuições, o Comité regista com uma certa perplexidade (compartilhada aliás por vários dos operadores) a tendência de algumas **instituições bancárias a adquirir CSD** em diversos países, desenvolvendo desse modo o seu papel tradicional de forma integrada (ou, melhor, mista) com o dos CSD internacionais (I-CSD). O Comité insta a Comissão a averiguar, antes de mais, se há provas de possíveis distorções da concorrência quando uma entidade (ou entidades distintas mas relacionadas) acumula as funções de operador e de intermediário. Importa sobretudo assegurar que as funções do CSD não são utilizadas para financiar ou promover outras actividades.

3.10 Mesmo que as distorções de concorrência não sejam provadas, a acumulação de funções provoca, como anteriormente mencionado, **dificuldades de controlo** por parte das autoridades: embora um I-CSD, enquanto banco, esteja sujeito às regras e aos controlos bancários dos países em que está estabelecido, enquanto CSD rege-se por normas diferentes e é controlado pelas autoridades responsáveis pelos mercados de valores mobiliários dos países em que opera. Mesmo se forem mantidas duas contabilidades separadas, as relações (evidentes ou não) podem criar sobreposições de competências ou, o que é mais grave, situações perigosas de ausência de controlo. Registe-se, contudo, em nome da objectividade que a legislação sobre a guarda dos valores imobiliários referida no ponto 3.8 protege eficazmente os investidores.

3.11 A concluir as observações na generalidade, e como mote às observações na especialidade que se seguirão, o Comité constata que o documento da Comissão deriva da preocupação de criar um mercado integrado, livre de obstáculos, respeitador das regras de concorrência e operando a custos reduzidos, um objectivo que deve ser partilhado sem reservas. O CESE deseja realçar em particular as considerações seguintes:

- qualquer inovação tem um impacto, positivo ou negativo, na **solidez do mercado**. Nenhuma consideração de liberalização ou de concorrência deve prevalecer sobre a necessidade de proteger os investidores;
- as regras de concorrência devem ser respeitadas, mas importa ter em conta que nem todos os participantes enfrentam o mesmo nível de risco;
- a noção de mercado aberto deve ser temperada pela preocupação de não comprometer a sua qualidade;
- enquanto não se alcançar uma verdadeira convergência dos **procedimentos fiscais**, o mercado continuará a registar **distorções e custos elevados**, as quais se tornarão ainda mais patentes uma vez suprimidos os obstáculos técnicos e legislativos. A uniformização dos procedimentos, entre outras coisas, tornaria mais fácil o controlo das evasões fiscais;
- se é verdade que é preciso eliminar os obstáculos que actualmente dificultam o acesso aos **mercados locais**, não deve subestimar-se o facto de que cada mercado tem as suas **características e os seus usos particulares**, que nenhuma harmonização conseguirá esbater. A este propósito, embora a afirmação da Comissão citada no ponto 1.4 pareça promissora, o Comité recorda que a **segurança jurídica** continua a ser uma exigência primordial.

#### 4. Observações na especialidade

##### 4.1 Os obstáculos identificados nos relatórios Giovannini

4.1.1 Os dois relatórios do Grupo Giovannini <sup>(1)</sup> constituem o ponto de partida das reflexões da Comissão. As conclusões neles avançadas são fruto do trabalho de peritos renomeados, que merecem inteira confiança. Todavia, ainda que os **factos** descritos sejam incontestáveis, o Comité estima que há margem para reflexões mais aprofundadas sobre **as opiniões** que deles

decorrem. As observações a seguir expandidas enquadram-se, assim, num espírito construtivo.

4.1.2 Os obstáculos identificados pelos dois relatórios Giovannini, num total de quinze, podem ser divididos em três grupos distintos: obstáculos **técnicos ou decorrentes das práticas do mercado**, obstáculos relacionados com as **formalidades fiscais**, e obstáculos de **carácter jurídico**. De acordo com a opinião expressa nos relatórios, e partilhada pela Comissão, um dos principais obstáculos à integração consiste nas restrições em matéria do **local de execução da compensação e da liquidação**, as quais, quando aplicadas, privam os operadores da liberdade de acesso e de escolha do local da compensação ou da liquidação. A Comissão observa, com razão, que essas restrições **limitam a concorrência**. O Comité, por sua vez, embora concordando com o teor global destas conclusões, sugere que sejam aprofundadas as motivações de algumas destas restrições de forma a determinar se há razões válidas que as justifiquem, para lá do simples protecção.

4.1.3 Outros obstáculos detectados são os que levam, ou obrigam, os operadores a **recorrer a intervenientes locais** para acederem a sistemas de liquidação externos. Também neste caso o Comité recomenda cautela: como referido no ponto 3.11, nem todos os obstáculos ou restrições resultam da vontade de proteger os mercados próprios.

4.1.4 Por outro lado, o CESE concorda plenamente com a crítica da Comissão ao facto de que em certos países os sistemas de liquidação tenham de **integrar um mecanismo de cobrança dos impostos sobre as transacções**, ao passo que o uso de um sistema diferente pode acarretar impostos mais elevados. Este entrave, que certamente restringe a liberdade de escolha dos operadores por motivos de custo, revela-se, no entanto, um dos mais difíceis a transpor, dado que se trata de uma medida fiscal de nível nacional.

##### 4.2 Ausência de um quadro regulamentar e prudencial comum

4.2.1 Os sistemas de compensação e liquidação estão sujeitos às regras e ao controlo das autoridades nacionais: **não existe um quadro de regulamentação europeu**. À falta de legislação comum (e, logo, de um «passaporte europeu»), é lógico que as autoridades nacionais possam negar o acesso ao seu próprio mercado a sistemas que não controlem. A sua justificação é que lhes incumbe proteger o mercado pelo qual são responsáveis. A fim de colmatar esta lacuna, o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus dos Valores Mobiliários (CARMEVM) formaram um grupo de trabalho conjunto encarregue de definir **padrões comuns** para os prestadores europeus de serviços de compensação e liquidação, adaptando ao contexto europeu as recomendações do Comité relativo aos sistemas de pagamento e liquidação dos bancos centrais do G-10. Os resultados dos seus trabalhos traduzir-se-ão (espera-se) em **recomendações, e não em regras**. A vantagem das recomendações é que poderão ser adoptadas por todos e facilmente adaptadas à evolução tecnológica dos mercados.

<sup>(1)</sup> Os relatórios Giovannini e os documentos com eles relacionados podem ser consultados no sítio da Comissão Europeia: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/financial-markets/index\\_en.htm#ot-herdocs](http://europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/index_en.htm#ot-herdocs).

4.2.2 A adopção de regras comuns é imprescindível para a integração dos mercados. No entanto, os padrões SEBC/CESR **não serão obrigatórios**, dado que somente uma directiva comunitária pode modificar ou revogar as disposições jurídicas nacionais. O Comité espera que as regras SEBC/CESR **sejam publicadas após a publicação da directiva-quadro**, limitando-se, em coerência com as linhas directrizes, a integrar as normas nela contidas ou a preencher eventuais lacunas normativas. Um procedimento distinto poderia gerar confusão nos mercados.

#### 4.3 Desigualdade das condições de concorrência

4.3.1 Algumas entidades que prestam serviços de compensação e de liquidação gozam também de autorizações na sua qualidade de bancos ou de empresas de investimento. A Comissão salienta que os bancos e as empresas de investimento podem oferecer **serviços de guarda transfronteiriços** utilizando o «passaporte DSI» (Directiva sobre os Serviços de Investimento), ao passo que as entidades que prestam apenas serviços de compensação e de liquidação não têm direitos comparáveis. Por outro lado, as duas categorias de operadores estão sujeitas a obrigações diferentes em matéria de adequação de fundos próprios e obedecem a regras distintas em matéria de controlos e de oferta de serviços. A Comissão conclui que esta situação coloca **problemas fundamentais de igualdade de tratamento**.

4.3.2 A Comissão parece encarar o problema essencialmente do ponto de vista da **abertura dos mercados** e da **igualdade das condições de concorrência**; o Comité prefere dar prioridade à **segurança dos mercados e à eficácia dos controlos**. A situação que tem vindo a criar-se deve ser vista com alguma perplexidade: na ausência de uma regulamentação clara e uniforme, surgiram estruturas híbridas ou conjuntas nas quais não resulta fácil destringir a actividade principal — bancária, de intermediação de valores mobiliários, ou de compensação. Se é certo que actividades conjuntas geram sinergias e economias de escala, não é menos que importa evitar a pluralidade de controlos e de regras diferentes para as diferentes actividades. Assim, o Comité recomenda a máxima prudência na análise deste aspecto pelo prisma da concorrência: **a segurança dos mercados deve ser a pedra de toque de todas as alterações**.

4.3.3 Em remate, o Comité exprime as maiores reservas quanto a analisar este aspecto do ponto de vista da concorrência: **a segurança dos mercados deve ser o argumento decisivo e condicionante de todas as escolhas**. Só uma vez cumprida esta condição se poderá procurar um equilíbrio razoável entre o respeito das regras de um mercado livre e a protecção dos interesses dos operadores e dos investidores.

#### 5. Os objectivos da Comissão

5.1 O objectivo que a Comissão se propõe é o de criar sistemas comunitários de compensação e de liquidação que sejam **eficientes e seguros** e garantam **tratamento igual** a todos os fornecedores desses serviços. A Comissão propõe-se igualmente aproximar esses sistemas através da adopção de medidas e de políticas adequadas de:

- **liberalização e integração** dos actuais sistemas de compensação e liquidação de valores mobiliários, assegurando o pleno direito de acesso e eliminando os obstáculos;
- aplicação da **política da concorrência**;
- adopção de um **quadro regulamentar e prudencial comum**;
- adopção de **mecanismos adequados de governação dos sistemas**.

5.2 O Comité revê-se, ainda que com algumas reservas, quer nestes objectivos quer nos procedimentos e nas políticas a adoptar. Está igualmente de acordo com as grandes linhas do plano de acção delineado pela Comissão. Limitar-se-á, por isso, a aduzir, nos parágrafos seguintes, algumas observações com vista a contribuir para os trabalhos da Comissão.

5.3 Os relatórios Lamfalussy e Giovannini, assim como a Comissão, são unânimes em afirmar que a adopção de todas as medidas necessárias desencadeará um processo salutar de **concentração** dos sistemas de compensação e de liquidação. **O motor desse processo deverá ser o mercado**. A Comissão considera dever assumir uma postura **neutral quanto às questões estruturais** e abster-se de tomar posição nos confrontos entre concentrações horizontais ou verticais e sobre a oferta de serviços de intermediação e/ou bancários por parte dos sistemas de liquidação ou das contrapartes centrais.

5.4 O Comité deseja expor algumas considerações a este respeito, em complemento e para esclarecimento do que ficou dito no ponto 4.3.2. Em seu entender, enquanto a **concentração transnacional de organismos homólogos** pode gerar economias de escala e simplificar os procedimentos, a **concentração de actividades diversas numa só entidade** tende a criar organismos híbridos de enormes dimensões. As autoridades de supervisão deveriam, em estreita colaboração com as autoridades competentes em matéria de concorrência, certificar-se de que daí não advêm riscos para a **sobrevivência das empresas de menores dimensões**. Por outro lado, e não fosse que por razões de transparência, os intervenientes do mercado devem poder saber quem faz o quê.

5.4.1 A declaração de «não intervenção» da Comissão deve, entretanto, ser considerada à luz da «declaração de intenção» referida mais adiante no documento em apreço (cf. ponto 6.2, último travessão), que confirma as intenções de **controlar o respeito das regras de concorrência**.

## 6. As iniciativas da Comissão

6.1 O programa da Comissão para a concretização dos objectivos afigura-se perfeitamente correcto, racional e, sobretudo, realista: as inovações poderão ser introduzidas **gradualmente** (incluindo prazos razoavelmente longos para uma aplicação integral) e sempre no respeito das regras do mercado, **devendo os responsáveis legislativos e as autoridades de supervisão actuar apenas quando necessário.**

6.2 A Comissão criou um **grupo consultivo e de acompanhamento** a fim de examinar todos os obstáculos Giovanniini pelos quais o sector privado seja exclusiva ou conjuntamente responsável. Além disso, a Comissão tenciona:

- propor uma **directiva-quadro** que institua um quadro legislativo seguro e permita o reconhecimento mútuo dos diferentes sistemas nacionais;
- constituir **grupos de peritos** para analisar os **obstáculos jurídicos e fiscais** à integração e, se for caso disso, propor métodos de harmonização das legislações e/ou procedimentos nacionais;
- assegurar a **aplicação efectiva do direito da concorrência**, controlando as **posições de monopólio** existentes e qualquer nova consolidação do sector e **intervindo sempre que necessário.**

6.2.1 A maior parte dos elementos previstos nas iniciativas concretas da Comissão não suscitam observações particulares. O Comité cinge-se a alguns comentários como base de reflexão.

6.3 **Liberdade de acesso e de escolha** (ponto 2.1 da comunicação). O problema central da construção de um mercado paneuropeu aberto consiste nos **obstáculos** levantados por algumas autoridades (e, até certo ponto, por quase todas) ao **acesso e à escolha por parte dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação do local onde se processa a compensação e a liquidação.** Perante a resistência oposta por diversas autoridades nacionais, a Comissão não vê outra alternativa senão a adopção de uma directiva que imponha a supressão destes obstáculos e **garanta** a todos os interessados (empresas de investimento e bancos, contrapartes centrais (CCP) e sistemas de liquidação (CSD)) **o direito de acesso às contrapartes apropriadas em qualquer país da União.** Dessa forma, seria nomeadamente possível aos mercados regulamentados e aos sistemas multilaterais de negociação concluir **acordos com CCP e CSD** de outros países da União.

6.3.1 O Comité concorda com o teor geral dos objectivos da Comissão, mas não deixa de recomendar a **necessária cautela.** Nem sempre os obstáculos actualmente encontrados se devem ao proteccionismo das autoridades nacionais; em muitos

casos, a sua meta é **proteger o mercado contra riscos que escapem ao controlo das autoridades.** Trata-se de uma preocupação legítima. O intercâmbio de informações nem sempre é satisfatório e, mais importante, as informações podem não ser disponíveis imediatamente, o que impossibilita uma intervenção rápida.

6.3.2 O documento da Comissão refere uma série de medidas prudenciais reforçadas, sobretudo em matéria de **adequação de fundos próprios e de gestão dos riscos**, mantendo o princípio do **controlo do país de origem.** Será instaurado um **modelo de cooperação em matéria prudencial**, «a fim de evitar que os sistemas de compensação e liquidação de valores mobiliários que operem a nível transfronteiras estejam sujeitos à supervisão de diversas entidades distintas». Esta estratégia é seguramente a mais acertada, mas não deve subestimar-se as dificuldades da sua aplicação na prática.

6.3.3 A crescente sofisticação dos mercados, o ritmo acelerado das concentrações, fusões, da evolução dos sistemas, etc., impõem um trabalho difícil às autoridades de supervisão. Do ponto de vista teórico, as medidas de cooperação serão sem qualquer dúvida correctas e razoáveis. Todavia, ao **nível prático é de rezear que surjam dificuldades** não despidas: não será fácil integrar vinte e cinco sistemas, cada um com diferentes níveis de eficiência, recursos, e experiência. O Comité recorda que a **entrada em vigor** das medidas de liberalização deverá ser posterior à obtenção de um **acordo sem reservas entre todas as autoridades nacionais de supervisão**, as quais deverão dar garantias de poderem participar, de forma responsável, no sistema de intercâmbio de informações e de garantir a protecção dos mercados contra o **risco sistémico.**

6.4 **Governança dos sistemas** (ponto 2.3 da comunicação). A Comissão assevera **não pretender influir na escolha da forma de governação** das empresas que gerem os sistemas de liquidação e das suas contrapartes centrais. O Comité observa, no entanto, que muitos dos problemas de concorrência e de posição dominante poderiam ser resolvidos através de uma **forma de governação cooperativa** entre os participantes no sistema que vise o equilíbrio orçamental mais do que a obtenção de lucros.

6.4.1 Dada a complexidade das funções dos intermediários e o grande poder de mercado que detêm, a Comissão considera necessário definir **requisitos para uma governação de sistemas eficiente**, transparente e capaz de controlar os sistemas e a gestão dos assuntos correntes. O Comité está de acordo: os requisitos propostos não suscitam comentários específicos e estão em harmonia com os conceitos modernos de *corporate governance*.

6.4.2 A Comissão acrescenta, entretanto, que estas entidades, exactamente porque dotadas de um grande poder, poderão adoptar **práticas anticoncorrenciais**. Para obviar a esta eventualidade, os CCP e os CSD deverão manter **contabilidades separadas** que evidenciem a gestão das suas actividades institucionais por oposição à prestação dos diferentes serviços. As mesmas disposições deverão ser aplicadas às actividades que a Comissão designa de «**acessórias, tal como os serviços bancários**». Por mais importante que possa ser uma CCP ou um CSD, qualificar a actividade bancária de acessória parece demasiado redutor: os participantes nos sistemas de liquidação necessitam de crédito em moeda de bancos comerciais (ou dos bancos centrais) para fazerem frente a carências temporárias de liquidez. A actividade bancária pode envolver somas consideráveis e, sobretudo em momentos de tensão do mercado, não pode subestimar-se a possibilidade de um **risco sistémico**.

6.4.2.1 Uma **excepção à separação** das contas torna-se aceitável, porém, no caso dos CSD, dado que as funções «bancárias» destas instituições dizem respeito aos bancos participantes e são por isso, em regra, de **natureza subsidiária à liquidação**. O crédito é, assim, de certa forma, parte integrante da liquidação e, como tal, poderia (ou deveria, segundo alguns) constituir uma actividade ligada às funções institucionais do CSD. Idênticas considerações podem aplicar-se aos CCP quando o crédito seja necessário para um desenvolvimento regular da compensação, da qual possa considerar-se parte integrante.

6.4.3 Não é muito claro de que forma as **autoridades de supervisão** bancária e as autoridades de controlo das CCP e dos CSD poderão, na prática, **colaborar em casos de emergência** com a necessária celeridade. Como anteriormente referido, o Comité espera que a consideração dos riscos potenciais para o mercado leve todas as autoridades responsáveis pela supervisão das actividades bancárias e não bancárias sob a égide do BCE a concluírem acordos de colaboração e de informação recíproca de carácter contínuo, com a adopção de medidas rápidas e eficazes em caso de urgência.

6.5 **Discrepâncias no plano jurídico e fiscal** (ponto 3 da comunicação). Os problemas de ordem jurídica são de tal forma numerosos e complexos que não é possível enumerá-los na íntegra. **As discrepâncias a nível fiscal** revestem aspectos contratuais, patrimoniais, de direito internacional, de direito das sociedades e das falências e têm **repercussões jurídicas sobre todas as fases dos processos** de aquisição, compensação e guarda de valores mobiliários. A Comissão faz notar que «as discrepâncias nos direitos substantivos nacionais podem ainda afectar negativamente todo o processo».

6.5.1 Não padece dúvida que a resolução dos inúmeros e complexos problemas jurídicos será **tarefa longa**, mormente conta tida de que os particularismos nacionais e o conservadorismo burocrático provocaram **atrasos e obstáculos nos processos de harmonização legislativa**. O CESE apela a que o sentido de responsabilidade dos Estados-Membros prevaleça, por uma vez, sobre os interesses nacionais. A Comissão tenciona instituir um **grupo** composto de peritos académicos,

dos poderes públicos e de representantes da profissão jurídica, ao qual incumbirá aprofundar as análises já encetadas pelo grupo Giovannini e propor soluções adequadas. O grupo deverá estabelecer contactos com os organismos que levaram a cabo a mesma atribuição a nível mundial (Unidroit). O Comité recomenda que o grupo inclua peritos técnicos e jurídicos do meio dos operadores.

6.5.2 O processo de harmonização legislativa que a Comissão se propõe iniciar não poderá ser concluído antes que os outros aspectos da directiva-quadro tenham sido actualizados. No entretanto, **serão de aplicação as legislações existentes**, com alterações dos aspectos jurídicos apenas quando tal se revelar absolutamente necessário. Não devem fazer-se alterações precipitadas que possam obrigar a correcções posteriores. Por outro lado, o Comité faz notar que os mercados têm funcionado até esta data sem graves problemas com base nas **práticas e nos usos consagrados**, os quais raramente têm dado origem a contestações e ainda mais raramente a litígios judiciais. As diferenças legislativas devem, pois, ser consideradas, mais do que como um entrave propriamente dito, como um factor de complicação dos procedimentos que se traduz num agravamento considerável dos custos.

6.5.3 As considerações exaradas no ponto precedente aplicam-se igualmente às medidas de ordem **fiscal**, um domínio em que a diversidade das legislações e a vontade legítima dos Estados-Membros de tributarem as receitas mobiliárias provocam uma **multiplicidade de disposições**, muitas vezes discriminatórias, por vezes de difícil interpretação, mas sempre **onerosas para o mercado**. O Comité considera não dever pronunciar-se sobre os méritos das medidas propostas pela Comissão: estas revelam-se correctas do ponto de vista formal, mas não serão sempre facilmente aceites pelos Estados-Membros, sobretudo se não forem preliminarmente dissipados preconceitos ideológicos incompatíveis. O objectivo principal é **harmonizar os procedimentos de cobrança dos impostos**; todos os métodos, entre as várias opções possíveis, apresentam vantagens e desvantagens, mas importa que, pelo menos neste ponto, os Estados-Membros cheguem a acordo.

6.6 Política de concorrência (ponto 4 da comunicação): o documento da Comissão dedica especial atenção a este aspecto e define um princípio importante: as medidas de liberalização e de integração dos sistemas e a política de concorrência são complementares. Este princípio parece óbvio, mas uma vez posto em prática pode prestar-se a interpretações diversas, em particular de tipo restritivo. A Comissão declara não querer tomar posição sobre a questão da integração horizontal ou vertical, mas adverte que poderão surgir problemas do ponto de vista da concorrência se algumas concentrações obtiverem ou consolidarem uma posição dominante no mercado, o que é já o caso actualmente. O problema não é a posição dominante, que em si mesma não é ilegal, mas sim o uso ilícito da posição dominante, uma situação que, face às características do mercado, poderia levar a problemas de aplicação das normas.

6.6.1 Já há exemplos, citados pela Comissão, de **concentrações transfronteiriças** entre CCP nacionais e internacionais, com a criação de organismos de dimensões consideráveis. Estão em discussão outras formas de concentração ou de colaboração estruturada. Ao examinar se as estruturas existentes ou a criar são ou não respeitadoras das regras de concorrência há que ter em consideração que em qualquer dos casos **CCP e os CSD são necessariamente poucos e de grandes dimensões**. Dada a especificidade da sua natureza, é irrealista pensar que em cada país possa vir a surgir uma pluralidade de estruturas tal que seja necessário prevenir que uma delas assuma uma posição mais importante do que as outras; o mesmo se aplica, e com maior acerto, a nível europeu. A diferença entre um organismo de maior relevo do que os outros e um que assume uma posição dominante é extremamente subtil, e a decisão das autoridades de concorrência deverá fundamentar-se num conhecimento profundo das características do mercado e das suas necessidades operacionais.

6.6.2 Será ainda mais difícil tomar decisões quanto à posição concorrencial ou quanto às **actividades anticoncorrenciais** se se mantiver a tendência — sobre a qual a Comissão assume uma posição neutral — para a integração horizontal entre operadores centrais e actividades bancárias. Particularmente complexo será o **controlo dos preços**, que não serão seguramente regulamentados mas que a Comissão tenciona verificar para se certificar de que não são aplicados segundo **critérios discriminatórios**. Os critérios de fixação dos preços obedecem, ou deveriam obedecer, às leis do mercado e depender dos volumes, da segurança, das garantias dadas e de uma série de considerações qualitativas; não será fácil determinar com toda a certeza que critérios são subjectivos ou objectivos, e se são discriminatórios ou não. Mais árduo ainda será detectar os **preços excessivos** resultantes de uma posição dominante, para o que não há critérios definidos à partida e se torna necessário analisar caso por caso.

6.6.3 Ao concluir este exame sumário dos aspectos concorrenciais, o CR exprime o seu acordo de princípio com a estratégia da Comissão, mas lança um apelo (que espera ver convertido em normas vinculativos) à colaboração entre autoridades de supervisão e autoridades de concorrência, a nível nacional como europeu. As autoridades de supervisão (em cooperação com as de concorrência) deverão poder efectuar controlos *ex ante* para evitar que a existência de posições dominantes leve a abusos e exclusões e para precluir a necessidade de intervenções *ex post*, conflituosas e prejudiciais para o mercado.

6.6.4 Por último, a Comissão detém-se, sem tomar posição, sobre o problema dos acordos, exclusivos ou não, escusando-se evidentemente à sua análise caso a caso; trata-se de uma solução equilibrada, que o Comité compartilha inteiramente.

## 7. Conclusões

7.1 O Comité examinou o documento da Comissão com subido interesse, analisando-o sobretudo na perspectiva dos actores sociais por si representados, e está de acordo com as suas principais linhas de força. O CESE reconhece que a matéria é sobretudo complexa e delicada, pelo que haverá ainda um longo caminho a percorrer antes da entrada em vigor de uma directiva. Segundo os peritos, a entrada em vigor das regras poderá levar vários anos.

7.2 O Comité está consciente de que a consulta de todas as partes interessadas — mercado, autoridades de supervisão e governos — é uma tarefa necessariamente árdua e longa e que o processo legislativo de adopção de uma directiva poderá ser assaz complexo. O CESE questiona-se, pois, sobre a situação que prevalecerá nesse entretanto — uma pergunta pertinente que não pretende suscitar alarmismos inúteis. Os mercados deram já provas de poder superar momentos de emergência com as regras existentes, e as autoridades foram capazes de controlar as situações mais difíceis.

7.3 O problema essencial é o do futuro a breve prazo: a evolução dos mercados externos (americano, mas também asiático) escora a tendência para a criação na Europa de estruturas mais robustas e eficazes. Uma tendência racional e coerente com as regras de um mercado que não pode ser isolado, mesmo do ponto de vista da regulamentação, do contexto mundial. Importa, por isso, usar de bom senso e prudência, à luz das regras de concorrência, na autorização ou interdição de concentrações de empresas ou da assunção de novas funções por empresas ou grupos financeiros.

7.4 Por outro lado, o Comité mantém que **as decisões não podem ser tomadas exclusivamente pelas autoridades de concorrência**: embora não seja uma prática seguida regularmente, deveria tornar-se obrigatória a **consulta das autoridades de controlo**. O desejo de **abrir os mercados respeitando as regras de concorrência não pode comprometer a segurança** dos próprios mercados, um aspecto que só poderá ser tido na devida conta pelas instâncias que são responsáveis por essa segurança.

Bruxelas, 10 de Fevereiro de 2005.

A Presidente  
do Comité Económico e Social Europeu  
Anne-Marie SIGMUND