

**Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre a «Integração financeira: bolsa de valores»**

(2008/C 162/25)

O Comité Económico e Social Europeu decidiu, em 16 de Janeiro de 2007, ao abrigo do n.º 2 do art. 29.º do Regimento, elaborar um parecer sobre

«Integração financeira: bolsa de valores»

A Secção da União Económica e Monetária e Coesão Económica e Social, incumbida da preparação dos correspondentes trabalhos, emitiu parecer em 24 de Janeiro de 2008, tendo sido relator LEHNHOFF.

Na 442.ª reunião plenária de 13 e 14 de Fevereiro de 2008 (sessão de 13 de Fevereiro), o Comité Económico e Social Europeu adoptou, por 103 votos a favor, 4 votos contra e 9 abstenções, o seguinte parecer.

**1. Conclusões e recomendações**

1.1 O Comité Económico e Social Europeu recomenda às instituições europeias que informem os cidadãos da Comunidade ainda melhor do que até agora sobre as vantagens de um quadro jurídico harmonizado para as transacções de valores mobiliários. Desta forma, é possível enfrentar a constatação de uma limitação cada vez mais generalizada dos investimentos aos respectivos mercados nacionais (*home bias*).

1.2 No quadro da avaliação ex-post do Plano de Acção para os serviços financeiros, anunciada no Livro Branco sobre a Política no domínio dos serviços financeiros <sup>(1)</sup>, o Comité insta a Comissão a verificar com atenção se as inúmeras alterações às bases da legislação comunitária no domínio das praças financeiras dentro e fora de bolsa promovem uma integração significativa das bolsas de valores europeias e se facilitam o investimento transfronteiras.

1.3 Esta recomendação é válida sobretudo para as repercussões da Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros <sup>(2)</sup>, a Directiva Prospecto <sup>(3)</sup>, e a Directiva Transparência <sup>(4)</sup>, enquanto partes integrantes do Plano de Acção para os Serviços Financeiros, assim como para os esforços em curso no sentido de facilitar a compensação e liquidação de transacções transfronteiras de instrumentos financeiros (sobretudo do compromisso voluntário por parte dos operadores de infra-estruturas através do «Code of Conduct for Clearing and Settlement» — Código de Conduta para a Compensação e Liquidação — e do esforço do Banco Central Europeu no sentido de uma Plataforma Única Europeia de Transacções («Target2/títulos»)).

<sup>(1)</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm)

<sup>(2)</sup> Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho, JO L 145 de 30.4.2004, pág. 1-44.

<sup>(3)</sup> Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Directiva 2001/34/CE, JO L 345 de 31.12.2003, pág. 64-89.

<sup>(4)</sup> Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes.

1.4 Antes de serem dados passos adicionais ou complementares para a promoção da integração, o Comité estima desejável aguardar este processo de avaliação. Se o CESE o considerar necessário voltará com propostas para conseguir progressos na integração das bolsas de valores.

1.5 A Comunicação de 2005 sobre a Política Industrial <sup>(5)</sup> anunciava sete iniciativas transversais de apoio à aplicação de iniciativas especificamente sectoriais. O Comité considera que à lista de medidas trans-sectoriais, deveriam ser acrescentados os mercados financeiros eficazes e a custos acessíveis para as empresas europeias, em particular pequenas e médias empresas (PME). O objectivo da MiFID é melhorar o funcionamento destes mercados. Devido às suas repercussões, é indispensável um debate mais abrangente sobre o papel dos mercados financeiros na promoção da competitividade europeia. O Comité lamenta que esse debate não tenha sido lançado com a avaliação intercalar da política industrial <sup>(6)</sup>.

Uma vez que as bolsas de valores têm uma importância particular na economia de mercado, a sua localização merece uma atenção especial. Devem ser acompanhados sobretudo os movimentos dos títulos dos emitentes soberanos e dos fundos estatais de países emergentes que dispõem de vastos recursos naturais, em particular quando o seu investimento nos mercados bolsistas é involuntariamente elevado, como é o caso da *London Stock Exchange* onde os fundos do Dubai e do Qatar representam actualmente 48 % dos valores mobiliários. A Comissão deveria colaborar com os Estados-Membros e entidades reguladoras para melhorar a transparência destes fundos, compreender os seus fundamentos e garantir que não estão envolvidas motivações políticas. Em princípio, o CESE insta a Comissão a apresentar, o mais rapidamente possível, um projecto de legislação para aumentar a informação prestada por investidores institucionais sobre as suas políticas no que diz respeito ao investimento e ao exercício do voto <sup>(7)</sup>.

<sup>(5)</sup> COM(2005) 474 final: Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa — Um enquadramento político para reforçar a indústria transformadora da UE — rumo a uma abordagem mais integrada da política industrial.

<sup>(6)</sup> COM(2007) 374, Avaliação intercalar da política industrial.

<sup>(7)</sup> ECO/202 — «As consequências económicas e sociais da evolução dos mercados financeiros» — CESE 1262/2007 — JO 2008/C 10/23 e INT/332 — «Nova análise do mercado único» CESE 89/2007 — JO 2007/C 93/06.

## 2. Argumentos a favor do parecer

### 2.1 Pedido de elaboração do parecer

2.1.1 A integração financeira é componente da União Económica e Monetária Europeia. Desde a introdução do euro, a integração do sistema financeiro europeu tornou-se um objectivo importante. A maioria dos estudos é unânime quanto aos efeitos positivos unívocos desta integração na economia europeia.

2.1.2 Tendo em conta as inúmeras vantagens da integração financeira europeia para toda a economia, a situação actual marcada pela integração insuficiente de inúmeros segmentos do mercado, requer o empenho tenaz de todos os intervenientes na prossecução deste processo até à sua conclusão.

2.1.3 A criação de mercados financeiros integrados, competitivos e eficientes é um aspecto essencial do Mercado Interno e dos objectivos de Lisboa, que permite tirar plenamente partido das suas vantagens para o crescimento e o emprego.

2.1.4 Todas as praças financeiras desempenham funções importantes na economia. Devido ao papel importante que desempenham nos mercados financeiros nacionais, as bolsas de valores são muitas vezes comparadas com instituições públicas de importância nacional. O sector europeu das bolsas de valores é dominado por agentes tradicionais e muitas vezes nacionais. Apesar de algumas fusões e alianças de bolsas de valores, este mercado ainda está fragmentado em cerca de uma dúzia de praças financeiras. Com a informatização das transacções, evitam-se as limitações e os conflitos de uma zona geográfica específica.

2.1.5 A integração financeira é, sobretudo, um processo induzido pelo mercado. Contudo, requer também uma interacção eficaz entre as forças do mercado e a acção dos poderes públicos. O poder público na UE deve também manter a sua determinação em reforçar o processo de integração, o que passa, em particular, pela inabalável vontade das autoridades nacionais e europeias de criarem um quadro jurídico e regulamentar direccionado para promover a integração do mercado financeiro e a estabilidade financeira.

2.1.6 A importância dos mercados bolsistas europeus como fonte de financiamento das empresas tem vindo a aumentar ao longo do tempo, por vezes de forma espectacular. Desta forma, um mercado bolsista desenvolvido correctamente aumenta o investimento global e reduz os custos. O mercado bolsista pode contribuir consideravelmente para a disponibilização de recursos externos suplementares. Por conseguinte, o sector das finanças é igualmente importante, uma vez que assegura a afectação de recursos que permite a prossecução do desenvolvimento de outros ramos da economia.

2.1.7 Os regulamentos dos mercados financeiros nacionais, muito heterogéneos, representam um obstáculo. As fusões das bolsas de valores apenas (enquanto aspectos estratégicos da regulamentação financeira) não são suficientes para preencher os requisitos de harmonização do enquadramento político.

2.1.8 No caso dos mercados de valores mobiliários e do mercado das obrigações e acções, é particularmente importante prosseguir a integração das infra-estruturas de compensação e liquidação. O número de sistemas de compensação e liquidação insuficientemente interligados ainda é elevado.

2.1.9 Numa altura em que a União Monetária favorece uma abordagem europeia na gestão dos valores mobiliários, os mercados de acções no continente europeu encontram-se na seguinte situação paradoxal: os custos de transacção permanecem elevados, apesar das operações estarem informatizadas. Esta contradição deve-se sobretudo aos custos cada vez mais elevados das transacções transfronteiras.

### 2.2 Observações na generalidade — Os mercados bolsistas europeus

2.2.1 As bolsas (de valores mobiliários) permitem reunir a oferta e a procura de instrumentos financeiros (função de mercado de uma bolsa). Do ponto de vista do investidor, a bolsa permite comprar e vender instrumentos financeiros. Do ponto de vista da empresa, as bolsas são importantes, na medida em que permitem disponibilizar capital próprio ou de terceiros. Juntamente com o financiamento de crédito concedido pelos bancos, as bolsas de valores são o elemento central do financiamento de espírito empresarial. Sem um mercado bolsista eficaz, a possibilidade de introduzir novos instrumentos financeiros seria muito limitada. A criação de um mercado bolsista europeu pode oferecer às empresas novas possibilidades de financiamento da sua actividade comercial graças à emissão de títulos. Tal aplica-se também, e sobretudo, às empresas estabelecidas em países que até à data apresentam um mercado bolsista de reduzida liquidez, de forma que as emissões apenas podem ser executadas com êxito mediante restrições. Ademais, um mercado bolsista europeu deveria contribuir para que os investidores que ainda concentram as suas operações nos respectivos mercados nacionais deixem de fazê-lo e beneficiem do crescimento do espaço económico europeu no seu conjunto.

2.2.2 Contudo, constata-se, em geral, que as empresas só aplicam uma pequena parte dos seus investimentos (investimento bruto) na bolsa de valores. Da mesma forma, as emissões líquidas de acções nos Estados Unidos estão a diminuir e na zona euro não existem de todo. Esta situação não se pode justificar com a diferença de número de empresas cotadas em bolsa, uma vez que este valor varia pouco. Pode justificar-se com o facto de as empresas venderem e voltarem a comprar as suas próprias acções para aumentarem o lucro destas últimas — o principal indicador para os mercados financeiros.

2.2.3 Para que as bolsas de valores possam desempenhar a sua função pública é necessário: concluir uma transacção (negociação) e realizar o intercâmbio entre instrumentos financeiros e respectivo contravalor monetário (compensação e liquidação) <sup>(8)</sup>. Apesar de, em conjunto, possibilitarem operações em bolsa, a negociação e a compensação e liquidação são processos distintos

<sup>(8)</sup> Muitas vezes designado «*Clearing and Settlement*».

que também ocorrem em plataformas técnicas distintas. A negociação é organizada pelas próprias bolsas de valores, a compensação e liquidação é efectuada pelas contrapartes centrais (CCP) e pelas chamadas centrais de depósito de títulos (CSD). Estas funcionam como depositários centrais de valores mobiliários e efectuam a transmissão de propriedade por instrução em conta <sup>(9)</sup>.

2.2.4 Em cada Estado-Membro há pelo menos uma bolsa de valores mobiliários <sup>(10)</sup>. Há ainda os Sistemas de Negociação Multilateral (MTF) que, tal como as bolsas de valores, permitem juntar ordens de compra e venda de instrumentos financeiros e os internalizadores, que celebram directamente contratos com os seus clientes. A compensação e liquidação é efectuada sobretudo pelas CSD nacionais, que detêm uma posição de monopólio no que se refere a determinados serviços em cada Estado-Membro.

2.2.5 A multiplicidade de praças não deve ser vista como uma desvantagem dos mercados de capitais europeus, pelo contrário: segundo as regras da economia de mercado, uma concorrência eficaz nas praças deveria permitir que o investidor pague despesas de transacção inferiores. A Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID) <sup>(11)</sup> visa, acertadamente, aumentar a concorrência entre as praças <sup>(12)</sup>.

2.2.6 Contudo, o funcionamento da concorrência das praças pressupõe que seja realmente possível uma concorrência efectiva nas bolsas de valores europeias. Até à data, a chamada «*Concentration Rule*» (regra da concentração) em vigor em vários Estados-Membros era um obstáculo à concorrência uma vez que define que todas as ordens devem ser efectuadas em mercados regulamentados — geralmente bolsas de valores locais. A MiFID impossibilita esta regulamentação nacional. O facto de cada bolsa de valores poder disponibilizar apenas uma oferta nacional limitada de instrumentos financeiros negociáveis pode constituir um obstáculo persistente à concorrência europeia, face à história exclusivamente nacional das bolsas de valores. Se uma bolsa de valores alemã não tivesse a possibilidade de negociar instrumentos financeiros franceses, também não poderia haver concorrência.

2.2.7 Ao olhar para os instrumentos financeiros transaccionados nas grandes bolsas de valores europeias, constatamos que (não obstante eventuais barreiras jurídicas) não há verdadeiros obstáculos à concorrência nas praças. Na bolsa de valores alemã são transaccionados mais de 13 000 instrumentos financeiros estrangeiros <sup>(13)</sup>. Apesar de outras bolsas de valores não

apresentarem valores comparáveis, este exemplo deixa claro que existem os pré-requisitos para uma concorrência efectiva nas praças. Com a aplicação do plano de acção para serviços financeiros (PASF), eventuais obstáculos jurídicos nacionais perdem importância. A directiva Prospecto possibilita a comercialização de instrumentos financeiros a nível europeu através de alguns prospectos. A MiFID harmoniza não apenas as exigências de protecção do investidor, mas também as regras para o funcionamento e transacção nas praças financeiras dentro e fora de bolsa. Por último, a Directiva Transparência uniformiza as informações sobre o mercado de capitais. Passará a caber às instituições europeias avaliar as repercussões concretas do novo enquadramento jurídico e corrigir erros de desenvolvimento. Os objectivos do PASF, em particular a Organização Transfronteiriça de Mercados Financeiros, constituirão uma referência.

2.2.8 Pode perguntar-se se da concorrência das bolsas de valores também resultam riscos para a qualidade dos mecanismos de formação de preços — e se estes deveriam ser eliminados através de um grande incentivo às consolidações. À primeira vista, parece ser este o caso, tendo em conta a distribuição de liquidez nas várias praças. Contudo, não se pode desprender da multiplicidade de praças europeias que os mecanismos de formação de preços não têm qualidade. Os mecanismos de negociação como a arbitragem visam a compensação. As praças financeiras estão, desde 1 de Novembro de 2007, sujeitas a requisitos de transparência abrangentes e harmonizados na pré e pós negociação (art. 27.º e seguintes MiFID). Estes requisitos visam garantir a comparação de preços em diferentes praças financeiras, contrariando a referida fragmentação. Pelo que podemos concluir pouco tempo depois da aplicação da Directiva MiFID nos Estados-Membros, esta abordagem parece estar a resultar. Os fluxos de dados de operações fora de bolsa são publicados pelo projecto Boat (um consórcio de novos bancos de investimento) e consolidados com dados das bolsas de valores e de MFT por prestadores de serviços de informação financeira. Desta forma assegura-se uma influência recíproca dos preços em várias praças financeiras. Por conseguinte, para aumentar a liquidez não é necessária a consolidação a nível dos proprietários das bolsas de valores.

2.2.9 Tal como afirmou o Comissário McCreevy, as decisões a favor ou contra as fusões ou aquisições são mais decisões económicas das empresas tomadas pelos operadores de bolsa, pelo que deveriam ser estritamente orientadas para o mercado. Do ponto de vista político, é determinante saber se existem obstáculos jurídicos às fusões ou aquisições e, se for esse o caso, se estes podem ser superados.

2.2.10 No caso das fusões ou aquisições entre operadores de sistemas de negociação não há obstáculos jurídicos além dos existentes no caso das fusões e aquisições de sociedades comerciais. É isto que revelam exemplos actuais como a aquisição da bolsa de valores italiana pela London Stock Exchange e a fusão da New York Stock Exchange com a Euronext, mesmo além do espaço jurídico europeu.

2.2.11 Contudo, a criação de uma plataforma de negociação comum à escala europeia pode acarretar dificuldades jurídicas particulares. São considerados obstáculos: as diferenças nos

<sup>(9)</sup> Têm ainda outras tarefas decorrentes do depósito de valores mobiliários, como por exemplo as *Corporate actions*.

<sup>(10)</sup> A «Lista anotada dos mercados regulamentados» da Comissão, apresenta cada uma das bolsas de valores (JO C 38 de 22.2.2007).

<sup>(11)</sup> Directiva 2004/39/CE (JO L 145 de 30.4.2004, pág. 1).

<sup>(12)</sup> Comparar considerando 34 e disposições referentes à transparência do mercado no art. 27.º e seguintes da MiFID.

<sup>(13)</sup> Fonte: Deutsche Börse Info Operation, Total Turnover Foreign Shares, March 2007 [www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notesccontent/gdb\\_navigation/listing/50\\_Reports\\_and\\_Statistics/60\\_Order\\_Book\\_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1](http://www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notesccontent/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/60_Order_Book_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1)

requisitos de aprovação, nas práticas de negociação, na fiscalidade e na contabilidade<sup>(14)</sup>. Desde a adopção da MiFID e da Directiva Prospecto, ainda não foi feita uma pesquisa sobre a importância destes obstáculos. Surgem dúvidas sobre se serão de facto tão significativos que não possam ser ultrapassados na prática. A integração bem sucedida dos sistemas de negociação das bolsas de valores de Amesterdão, Bruxelas, Paris e Lisboa na Euronext e a fusão das bolsas báltica e nórdica na OMX Nordic não confirmam essa importância. Pouco depois da adopção da Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros já é claro que, no futuro, as bolsas de valores vão confrontar-se ainda mais com a concorrência dos sistemas de negociação multilaterais que, graças a um passe europeu, podem funcionar em todos os Estados-Membros. Exemplo do referido são as iniciativas em curso de sete bancos de investimento, denominadas «Turquoise» e a Plataforma Chi-X, da Chi-X Europe Limited, lançada em Londres, em Março de 2007. Uma maior integração do mercado bolsista europeia não só é possível, como deverá acontecer num futuro próximo<sup>(15)</sup>.

2.2.12 Contudo, a promoção da integração dos mercados bolsistas não deve ser confundida com a promoção da concentração de praças de comercialização e de compensação e liquidação numa plataforma comercial paneuropeia. Não se deve ignorar o facto de tanto as novas plataformas comerciais fora de bolsa como as bolsas de valores já existentes serem empresas orientadas para o lucro e que um monopólio criaria piores condições para emitentes e investidores<sup>(16)</sup>.

2.2.13 O Comité recomenda às instituições europeias que procurem alternativas à promoção da integração pela concorrência se a concentração das bolsas de valores dificultar a situação das PME a nível regional. É sabido que para as PME a cotação numa bolsa regional é mais facilmente bem sucedida do que nas grandes bolsas europeias, uma vez que, através das estreitas relações locais, é mais fácil contactar um investidor regional numa bolsa regional. Os desenvolvimentos reais previsíveis deverão ser cuidadosamente avaliados, com vista a perceber se o acesso das PME à bolsa é dificultado. Se se confirmar, a solução poderia ser a criação de uma ou mais bolsas de valores não-públicas, que velariam em particular pelos interesses das PME.

### 3. Observações na especialidade — compensação e liquidação nos mercados bolsistas

3.1 O obstáculo determinante a uma estrutura bolsista europeia mais eficiente não reside na orientação tradicionalmente regional das bolsas de valores, mas sim nos diferentes sistemas de compensação e liquidação na Europa. Estes sistemas estão na sua maioria fragmentados a nível nacional, o que dificulta e encarece a compensação e liquidação de operações bolsistas transfronteiras (os sistemas de compensação e liquidação de

operações de simples valores mobiliários nacionais oferecem muitas vezes soluções muito eficazes e pouco dispendiosas que, no quadro de todos os esforços de consolidação, não devem ser afectadas). Há já uma série de iniciativas importantes para superar esta fragmentação, com vista a uma concepção mais eficiente da estrutura de compensação e liquidação europeia.

3.2 Os Relatórios Giovannini<sup>(17)</sup> identificaram e analisaram os obstáculos a uma compensação e liquidação eficiente das operações bolsistas. Segundo os referidos relatórios, as diferenças nacionais registam-se sobretudo nas *normas técnicas e práticas de mercado* e no domínio dos diferentes *princípios fiscais e jurídicos nacionais*<sup>(18)</sup>. Para as primeiras, os operadores das infra-estruturas e de mercado (sobretudo os bancos) estão actualmente a procurar soluções, sob a coordenação da Comissão Europeia no âmbito do *Clearing und Settlement Advisory and Monitoring Expert Group — ESAME* — (Grupo de Peritos de Aconselhamento e Acompanhamento de Compensação e Liquidação)<sup>(19)</sup>. Estão já generalizadas uniformizações, como por exemplo dos feriados, quando os sistemas de compensação e liquidação encerram e trabalha-se no sentido de outras uniformizações, como a compensação e liquidação de *corporate actions* (acções de empresas).

3.3 Estão a ser amplamente harmonizadas normas técnicas e práticas de mercado para o caso de uma iniciativa recente para a criação de uma plataforma de compensação e liquidação europeia para transacção de valores mobiliários vir a ser bem sucedida. Em Julho de 2006, o Banco Central Europeu (BCE) e os bancos emissores nacionais da zona euro apresentaram uma proposta de uma plataforma europeia única para compensação e liquidação de valores mobiliários<sup>(20)</sup>. Uma vez que está relacionada do ponto de vista técnico com a já existente plataforma de pagamentos à escala europeia «Target», intitula-se «Target2/títulos». Em Janeiro de 2007, o Banco Central Europeu publicou os primeiros estudos sobre os efeitos económicos jurídicos e técnicos da plataforma planeada<sup>(21)</sup>. Actualmente os requisitos técnicos deste sistema já são elaborados juntamente com os seus utilizadores<sup>(22)</sup>.

3.4 O Banco Central Europeu propõe que, no futuro, o Target2/títulos inclua todas as transacções de valores mobiliários efectuadas com montantes seus. A plataforma prevista deverá estar disponível sobretudo à escala europeia, simplificando consideravelmente em particular a compensação e liquidação transfronteiras de valores mobiliários.

3.5 Se o Target2/títulos for um êxito, serão ultrapassados na Europa obstáculos decisivos à compensação e liquidação transfronteiras de valores mobiliários em dinheiro do Banco Central Europeu. Reunindo vários factores, os participantes em transacções de valores mobiliários podem beneficiar de vantagens consideráveis a nível de custos.

<sup>(17)</sup> Ver: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm).

<sup>(18)</sup> As normas nacionais referentes à transmissão de propriedade, valores mobiliários (direito de depósito), assim como ao direito da insolvência são importantes para a compensação e liquidação.

<sup>(19)</sup> Ver: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/cesame\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm).

<sup>(20)</sup> Ver <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>.

<sup>(21)</sup> Ver <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>.

<sup>(22)</sup> Na página de Internet do Banco Central Europeu ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) estão disponíveis materiais a este respeito.

<sup>(14)</sup> McAndrew/Stefanadis, *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), June 2002, 1, 3 f.

<sup>(15)</sup> Ver igualmente o relatório mensal do BCE de Novembro de 2007, 67, 77 e seguintes.

<sup>(16)</sup> Ver igualmente o relatório mensal do BCE de Novembro de 2007, 67, 74 e seguintes.

3.6 Com o Código de Conduta, as CSD europeias, as contrapartes centrais (CCP) e as bolsas comprometeram-se perante a Comissão Europeia a executar inúmeras medidas <sup>(23)</sup>, com vista, em particular, a intensificar a eficiência e a interoperabilidade entre operadores de infra-estruturas. O resultado será a diminuição dos custos da compensação e liquidação transfronteiras na Europa. No início de 2007 já foi cumprida a primeira parte dos compromissos. A transparência dos preços foi melhorada através da divulgação e unificação das listas de preços, permitindo aos utilizadores compara-los mais facilmente. Os operadores de infra-estruturas comprometeram-se a melhorar o acesso ao seu sistema de interoperabilidade entre sistemas. No final de Junho de 2007, a publicação de orientações concretizou este compromisso, permitindo a colocação em rede efectiva dos sistemas. Tendo em conta a avaliação muito positiva dos desenvolvimentos até à data do Código de Conduta e da sua aplicação

na prática — tal como afirmou o Comissário McCreevy em 10 de Julho de 2007 no Parlamento Europeu — parece estar a avançar-se de forma sólida para a promoção da compensação e liquidação de valores mobiliários a baixo custo à escala europeia.

3.7 Do ponto de vista político, actualmente, a necessidade de intervir não vai além das iniciativas já referidas para a promoção da consolidação dos mercados bolsistas. Aguarda-se a conclusão dos vários trabalhos com vista a facilitar a consolidação das bolsas de valores europeias — sobretudo no domínio da compensação e liquidação da transacção de instrumentos financeiros — à qual se seguirá a análise dos resultados. Se estas medidas fracassarem na sua totalidade, ou não resultarem num mercado bolsista europeu mais eficiente, há que ponderar se mais medidas reguladoras podem contribuir para melhorias.

Bruxelas, 13 de Fevereiro de 2008.

O Presidente  
do Comité Económico e Social Europeu  
Dimitris DIMITRIADIS

---

<sup>(23)</sup> Ver: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_de.htm#code](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm#code).