



COMISSÃO EUROPEIA

Bruxelas, 20.10.2011
SEC(2011) 1227 final

DOCUMENTO DE TRABALHO DOS SERVIÇOS DA COMISSÃO

RESUMO DA AVALIAÇÃO DE IMPACTO

que acompanha o documento

Proposta de

DIRECTIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

relativa aos mercados de instrumentos financeiros [reformulação]

e

Proposta de

REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

relativo aos mercados de instrumentos financeiros

{COM(2011) 656 final}

{SEC(2011) 1226 final}

DOCUMENTO DE TRABALHO DOS SERVIÇOS DA COMISSÃO

RESUMO DA AVALIAÇÃO DE IMPACTO

que acompanha o documento

Proposta de

DIRECTIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

relativa aos mercados de instrumentos financeiros [reformulação]

e

Proposta de

REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

relativo aos mercados de instrumentos financeiros

1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID) estabelece um quadro normativo para a prestação de serviços de investimento no domínio dos instrumentos financeiros (como a corretagem, o aconselhamento, a negociação, a gestão de carteiras, a tomada firme, etc.) pelos bancos e empresas de investimento e para a exploração dos mercados regulamentados pelos operadores do mercado, para além de definir os poderes e as funções das autoridades competentes nacionais.

O seu objectivo fundamental consiste em reforçar a integração, a competitividade e a eficiência dos mercados financeiros da UE. A directiva suprimiu a possibilidade de os Estados-Membros exigirem a negociação de todos os instrumentos financeiros em bolsas de valores específicas e assegurou a livre concorrência à escala europeia entre bolsas de valores tradicionais e plataformas alternativas. Concedeu igualmente aos bancos e às empresas de investimento um passaporte «reforçado» para a prestação de serviços de investimento em toda a UE, sob reserva da observância de requisitos em matéria de organização e de informação, bem como de um conjunto abrangente de regras destinadas a garantir a protecção dos investidores.

Graças aos progressos tecnológicos, após uma vigência de três anos e meio, a directiva assegurou uma maior concorrência entre as plataformas de negociação de instrumentos financeiros e um maior leque de escolha para os investidores em termos de prestadores de serviços e instrumentos financeiros. Globalmente, os custos de transacção diminuíram e a integração aumentou. No entanto, foram identificados alguns problemas.

1.1. Ausência de igualdade das condições de concorrência entre os mercados e os intervenientes no mercado

A aplicação da MiFID, juntamente com o efeito dos avanços tecnológicos, resultou numa profunda modificação da estrutura dos mercados financeiros em toda a Europa, nomeadamente no domínio das acções, tendo obrigado os intervenientes no mercado a adaptarem o seu comportamento de molde a reflectir esta evolução.

Em primeiro lugar, não obstante o facto de prestarem serviços comparáveis aos mercados regulamentados, os sistemas de negociação multilateral (MTF) podem, na prática, estar sujeitos a um regime menos estrito em matéria de regulamentação e supervisão. Além disso, têm vindo a surgir novas plataformas de negociação e estruturas de mercado como, por exemplo, os sistemas de cruzamento das ordens pelos corretores e as plataformas de negociação de instrumentos derivados, que desempenham actividades semelhantes aos MTF ou aos internalizadores sistemáticos, sem estarem sujeitos aos mesmos requisitos regulamentares (transparência e protecção dos investidores).

Além disso, a rápida evolução tecnológica, nomeadamente o crescimento dos sistemas de negociação informatizada e de alta frequência, suscita preocupações quanto à possibilidade de novos riscos para o funcionamento harmonioso dos mercados, tanto mais que nem todos os operadores económicos que se consagram à negociação de alta frequência estão sujeitos a autorização e supervisão ao abrigo da MiFID.

Em terceiro lugar, o crescimento da negociação de acções no mercado de balcão (OTC) tem suscitado preocupações por parte de algumas autoridades de supervisão nacionais no que

respeita à qualidade da formação dos preços nas bolsas de valores, bem como à sua natureza representativa. Além disso, o G20 decidiu transferir a negociação em instrumentos derivados normalizados do mercado de balcão para as bolsas de valores ou as plataformas de negociação electrónica, quando necessário.

1.2. Dificuldades no acesso das PME aos mercados financeiros

As pequenas e médias empresas enfrentam maiores dificuldades e custos mais avultados para a mobilização de capitais nos mercados de acções do que os grandes emitentes. Estas dificuldades prendem-se com a falta de visibilidade dos mercados das PME, a falta de liquidez do mercado para as acções das PME e os elevados custos de uma oferta pública inicial.

1.3. Falta de transparência para os intervenientes no mercado

Levantaram-se algumas preocupações quanto ao facto de o regime de transparência estabelecido na MiFID ser insuficiente para os intervenientes, tanto nos mercados de acções como nos mercados de outros títulos.

No que diz respeito aos mercados de acções (*dark liquidity*), o crescimento da negociação electrónica tem facilitado a geração de zonas de liquidez opaca e a utilização de ordens opacas, ordens essas a que os intervenientes no mercado recorrem para minimizar os custos de impacto no mercado. No entanto, uma maior utilização das plataformas de negociação anónima suscita preocupações regulamentares, dado poderem, em última análise, afectar a qualidade do mecanismo de descoberta dos preços nos mercados de ordens transparentes (*lit markets*). Os intervenientes no mercado, bem como as autoridades de supervisão, manifestaram preocupações quanto a atrasos na publicação dos relatórios sobre a negociação nos mercados de acções.

No que se refere aos mercados de títulos, com exclusão de acções, os requisitos de transparência neste domínio não são cobertos pela MiFID, sendo apenas regulamentados a nível nacional e estes nem sempre são considerados suficientes.

Além disso, coloca-se a questão da qualidade e do formato da informação, bem como o custo facturado pela informação e a dificuldade em consolidar a informação. Se estes aspectos não forem plenamente tidos em conta, são susceptíveis de comprometer os objectivos fundamentais da MiFID no que diz respeito à transparência, à concorrência entre os prestadores de serviços financeiros e à protecção dos investidores.

1.4. Falta de transparência para as autoridades de regulamentação e competências de supervisão insuficientes em domínios fundamentais

Nos mercados de mercadorias, a presença crescente de investidores financeiros, nomeadamente nalguns importantes mercados de referência no domínio dos instrumentos derivados sobre mercadorias (por exemplo, mercados petrolíferos e agrícolas), pode ter conduzido a aumentos de preços excessivos e a um agravamento da volatilidade. Em relação aos instrumentos derivados e, nomeadamente, os instrumentos derivados sobre mercadorias, não há qualquer supervisão das posições, nem da sua gestão, que seja susceptível de impedir perturbações nos mercados em detrimento dos investidores. A falta de clareza e de coerência do quadro normativo associado às licenças de emissão tem um impacto negativo a nível da integridade do mercado e da protecção dos investidores no mercado secundário à vista das licenças de emissão.

As actuais obrigações em matéria de informação não permitem às autoridades competentes dispor de uma panorâmica global do mercado, devido ao facto de o seu âmbito ser demasiado limitado (por exemplo, os instrumentos financeiros que sejam apenas negociados no mercado de balcão não são actualmente abrangidos pelas referidas obrigações) e a sua natureza demasiado divergente.

A experiência adquirida, nomeadamente durante a crise financeira, revelou a ausência de competências para proibir ou restringir a negociação ou a distribuição de um produto ou serviço, em caso de evolução negativa ou de limitações, bem como a falta de poderes de inquérito ou de imposição de sanções.

1.5. Insuficiente protecção dos investidores

A actual MiFID prevê uma série de disposições em consequência das quais os investidores não beneficiam de níveis de protecção suficientes ou adequados. Consequentemente, pode verificar-se tanto a venda abusiva aos investidores de produtos financeiros que não se revelam adequados para o seu perfil como a opção por parte destes por estratégias de investimento que não são óptimas.

Em primeiro lugar, é assegurada uma cobertura desigual dos prestadores de serviços, uma vez que a MiFID não abrange algumas empresas de investimento e alguns produtos, como os depósitos estruturados, por exemplo, ou esta cobertura não é suficientemente clara.

Em segundo lugar, prevalecem incertezas quanto a uma série de serviços prestados aos investidores, como o alcance dos serviços de mera execução, a qualidade do aconselhamento em matéria de investimento ou o quadro de incentivos. Em relação a este último aspecto, as regras previstas pela MiFID no que diz respeito à divulgação dos incentivos provenientes de terceiros nem sempre se revelaram perfeitamente claras, nem foram formuladas de forma adequada para os investidores.

Em terceiro lugar, os casos de venda abusiva suscitaram questões relativas à prestação de serviços a outros clientes que não os pequenos clientes, bem como à classificação dos clientes.

Por último, a ausência de dados sobre a qualidade da execução é susceptível de prejudicar a capacidade de as empresas de investimento seleccionarem a melhor plataforma de negociação possível para a execução de uma ordem por conta de um cliente.

1.6. Deficiências nalguns domínios de organização, procedimentos, avaliação e controlo dos riscos pelos intervenientes no mercado

O problema tem dois aspectos principais. Em primeiro lugar, tal como evidenciado pelos acontecimentos recentes, os directores nem sempre têm uma intervenção suficiente no lançamento de novos produtos, operações e serviços, cuja organização deixa também a desejar, para além do facto de as funções de controlo interno evidenciarem igualmente fraquezas. Em segundo lugar, denota-se a ausência de requisitos específicos em matéria de organização no que respeita à gestão das carteiras, à tomada firme e à colocação de valores mobiliários, a qual foi revelada por inúmeras queixas de clientes registadas em diferentes Estados-Membros.

1.7. Obstáculos à concorrência nas infra-estruturas de compensação

A forma como as plataformas de negociação na UE têm evoluído a nível das suas relações com os prestadores de serviços de compensação, traduzindo-se na existência de uma série de obstáculos a uma concorrência transfronteiras eficaz. Muito embora o mérito e as vantagens relativas das plataformas de negociação e de compensação verticalmente integradas, por um lado, e das câmaras de compensação de orientação horizontal que prestam serviços a múltiplas plataformas de negociação, por outro, continuem a ser objecto de debate, o certo é que estes obstáculos têm entravado a concorrência à escala da UE entre as plataformas de negociação autorizadas pela MiFID.

2. ANÁLISE DA SUBSIDIARIEDADE

A maioria das questões abrangidas pela revisão são já actualmente cobertas pelo acervo e pela MiFID. Por outro lado, os mercados financeiros assumem uma natureza intrinsecamente transfronteiriça, a qual tem vindo a tornar-se cada vez mais acentuada. Os mercados internacionais requerem regras internacionais na maior medida do possível. As condições em que as empresas e os operadores podem concorrer neste contexto, independentemente de se tratar de regras sobre a transparência antes e após a negociação, a protecção dos investidores ou a avaliação e o controlo dos riscos pelos intervenientes no mercado devem assumir uma natureza comum a nível transfronteiriço e encontram-se actualmente no âmago da MiFID. Os Estados-Membros já introduziram requisitos mais rigorosos nalguns domínios, sempre que esta possibilidade é autorizada pela directiva. Tal significa, contudo, que apenas suprimam os problemas no âmbito das suas fronteiras nacionais. Uma acção descoordenada não assegurará a igualdade das condições de concorrência, nem níveis equivalentes de protecção dos investidores/integridade do mercado. É necessário intervir a nível europeu para actualizar e alterar o quadro normativo estabelecido pela MiFID, no intuito de ter em conta a evolução dos mercados financeiros desde a sua entrada em vigor.

A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (AEVMM) deverá desempenhar igualmente um papel fulcral na aplicação das novas propostas legislativas. Um dos objectivos subjacentes à criação da Autoridade Europeia foi o de reforçar o funcionamento do mercado único no domínio dos mercados de valores mobiliários, pelo que são necessárias novas regras a nível da União a fim de atribuir as competências adequadas à AEVMM.

3. OBJECTIVOS

Tendo em conta a análise acima delineada do problema, os objectivos gerais da revisão da MiFID consistem em reforçar a confiança dos investidores, reduzir o risco de perturbações no mercado e os riscos sistémicos, aumentar a eficiência dos mercados financeiros, reduzindo simultaneamente os custos desnecessários para os intervenientes.

A prossecução destes objectivos gerais requer a realização dos seguintes objectivos mais específicos em determinados domínios de intervenção:

- (1) Garantir a igualdade das condições de concorrência entre os intervenientes no mercado;
- (2) Aumentar a transparência do mercado para os intervenientes no mercado;

- (3) Aumentar a transparência aos olhos das autoridades de regulamentação e das suas competências nalguns domínios fundamentais e intensificar a coordenação a nível europeu;
- (4) Reforçar a protecção dos investidores
- (5) Suprir as deficiências em matéria de organização e assunção de riscos excessivos ou falta de controlo pelas empresas de investimento e pelos operadores de mercado

4. OPÇÕES DE POLÍTICA

O número de opções de política tidas em conta no quadro da revisão é muito elevado.

Em relação ao primeiro objectivo geral, as opções abrangem a regulamentação adequada de todas as estruturas de mercado, tendo em conta as necessidades dos intervenientes de menor dimensão, tais como as PME, bem como as novas tecnologias de negociação. Tal inclui diversas medidas de reforço do quadro regulamentar aplicável às plataformas de negociação existentes, requisitos de autorização e a possibilidade de criar uma nova categoria de plataforma, os denominados sistemas de negociação organizados (OTF), consagrados ao segmento da negociação de acções actualmente assegurado pelos sistemas de cruzamento de ordens geridas pelos corretores (*Broker Crossing Systems – BCS*) e ainda à negociação de instrumentos derivados, no âmbito de diferentes formatos. No que diz respeito mais especificamente às PME, as duas opções seleccionadas deverão quer introduzir um regime adaptado aos mercados das PME, quer promover uma iniciativa impulsionada pelo sector no sentido de aumentar a visibilidade destes mercados. No que respeita aos aspectos tecnológicos, a tónica é colocada num melhor controlo dos utilizadores destes sistemas, bem como das suas modalidades de acesso aos mercados.

No que respeita ao segundo objectivo geral, as opções no sentido de aumentar a transparência da negociação incluem a adaptação dos requisitos actuais no domínio das acções e a criação de novos requisitos sob diferentes formatos a serem aplicáveis aos mercados de títulos, com exclusão de acções. Além disso, são igualmente tidas em conta diversas opções para reduzir o custo dos dados de mercado e melhorar o acesso a estes dados através de um sistema de publicação de informações financeiras em contínuo.

Em relação ao terceiro objectivo, as competências das autoridades de regulamentação podem ser reforçadas pela introdução de várias medidas, tais como a introdução de um regime de autorização das novas actividades, um sistema de gestão das posições e o reforço do regime de sanções previsto ao abrigo de diversos sistemas. A harmonização das condições do regime aplicável às empresas de países terceiros pode ser assegurada através de diversos meios jurídicos, sendo simultaneamente apresentadas várias opções para alargar o âmbito da informação sobre as transacções e melhorar os canais de transmissão utilizados para o efeito. Um domínio objecto de uma atenção específica é o dos mercados de instrumentos derivados sobre mercadorias, com a criação de diversos mecanismos para controlar melhor a volatilidade nestes mercados, bem como os operadores e a sua actividade.

No que respeita ao quarto objectivo, o reforço da protecção dos investidores é assegurado através de várias opções, centradas em domínios específicos, tais como o aconselhamento em matéria de investimento ou os produtos complexos, em relação aos quais pode ser aplicado um quadro mais rigoroso e que exigirá a apresentação de um maior volume de informações.

O último objectivo pode ser prosseguido através de várias políticas relacionadas com o reforço do governo das sociedades, requisitos mais rigorosos aplicáveis à organização de serviços específicos como, por exemplo, a gestão das carteiras e um regime mais harmonizado para o registo telefónico e electrónico das transacções.

5. AVALIAÇÃO DO IMPACTO DAS OPÇÕES PRIVILEGIADAS

As diferentes opções foram apreciadas à luz dos critérios de eficácia e eficiência na realização dos objectivos visados. A comparação das opções resultou nas conclusões a seguir apresentadas.

Em relação ao primeiro objectivo geral, a primeira grande opção privilegiada foi a criação do regime OTF que prossegue três objectivos: i) criar um quadro regulamentar adequado para os sistemas de cruzamento de ordens pelos corretores, existentes nos mercados de acções, ii) criar um quadro regulamentar adequado para os diferentes tipos de sistemas de negociação que não são actualmente regulamentados a título de plataformas de negociação e iii) assegurar um quadro suficientemente dinâmico para a integração dos futuros sistemas de negociação e as soluções que possam vir a surgir no futuro. A segunda grande opção privilegiada é o reforço da regulamentação das empresas que se consagram à negociação automatizada, bem como dos próprios operadores de mercado, nomeadamente em termos de gestão robusta dos riscos e sólidas salvaguardas operacionais. Foram eliminadas várias opções que teriam limitado a actividade de negociação de alta frequência, com efeitos negativos a nível da liquidez do mercado, tais como a imposição de um período mínimo durante o qual as ordens devem permanecer na carteira de ordens. Quanto às PME, foi afastada a hipótese de uma iniciativa a do sector, uma vez que esta opção era demasiado onerosa à luz dos seus benefícios potenciais limitados.

Em relação ao segundo objectivo, a opção privilegiada combina a racionalização do regime de transparência existente nos mercados de acções com a introdução de um regime de transparência específico que será calibrado para cada tipo de instrumento financeiro, com exclusão de acções (ou seja, mercados de obrigações e de instrumentos derivados). Tal deverá assegurar um equilíbrio adequado entre a transparência e a liquidez.

No que diz respeito às competências das autoridades de regulamentação e à coerência das práticas de supervisão, a grande opção privilegiada combina a possibilidade de proibir novos serviços e produtos com um sistema de gestão das posições. Tal reforçará as competências das autoridades de regulamentação no intuito de dar resposta às situações que suscitem riscos para a protecção dos investidores, a estabilidade de mercado ou de carácter sistémico. Além disso, o reforço da cooperação entre as autoridades de regulamentação dos mercados físicos e financeiros de mercadorias contribuirá para mercados de instrumentos derivados sobre mercadorias mais ordenados e estáveis.

No que se refere à transparência perante as autoridades de regulamentação, a principal via privilegiada consiste em conjugar o alargamento do âmbito da informação sobre as transacções com uma melhor informação, mediante a criação de mecanismos de notificações aprovados (*Approved Reporting Mechanisms - ARM*), o que permitirá um acompanhamento muito mais alargado dos mercados pelas autoridades de regulamentação o que, por seu turno, será conducente a uma maior integridade do mercado.

Em relação aos mercados de instrumentos derivados sobre mercadorias, um novo sistema de notificação das posições, acompanhado do reexame das isenções de que beneficiam alguns

operadores no mercado de mercadorias, aumentará a transparência quer perante as entidades de regulamentação, quer perante o público, o que lhes permitirá avaliar melhor o impacto do afluxo de investimentos financeiros no mecanismo de formação dos preços e a volatilidade destes.

Por último, alargamento o âmbito de aplicação da MiFID aos mercados secundários de negociação à vista das licenças de emissão irá garantir a regulamentação e a supervisão adequadas do mercado à vista de carbono e assegurará a coerência do quadro regulamentar entre os mercados físicos e os de instrumentos derivados e ainda entre os mercados primário e secundário.

No que respeita ao quarto objectivo, as opções seleccionadas irão, em primeiro lugar, alargar o âmbito de aplicação do regulamento relativo aos produtos, serviços e fornecedores e reforçar a protecção dos investidores ao assegurarem uma cobertura adequada dos prestadores de serviços de investimento (isto é, os consultores dos pequenos investidores, actualmente isentos ao abrigo da MiFID, passarão a estar sujeitos a regras nacionais idênticas em matéria de normas de conduta) e dos produtos (ou seja, os depósitos estruturados). Além disso, a lista dos produtos complexos que podem ser vendidos numa base de mera execução será restringida e passarão a ser reforçados os requisitos quanto à informação a prestar aos clientes. Não foi retida a opção de suprimir totalmente o regime de mera execução, dado ter efeitos demasiado perturbadores e ser demasiado oneroso para algumas categorias de clientes com bons conhecimentos financeiros. Além disso, a qualidade dos serviços de consultoria de investimento irá ser melhorada, sendo especificadas as condições para o aconselhamento independente. Por último, a proibição de incentivos a favor dos serviços independentes de consultoria de investimento e da gestão das carteiras irá eliminar o inevitável conflito de interesses entre as empresas que prestam estes serviços, sendo assim conducente a uma melhoria da qualidade do serviço para os investidores.

Quanto ao último objectivo, a opção privilegiada consiste em combinar o reforço do papel desempenhado pelos directores das empresas, nomeadamente no domínio das funções de controlo interno, com requisitos específicos em matéria de organização nos domínios da gestão das carteiras e da tomada firme, que revestem uma importância crucial para a protecção dos investidores e a integridade do mercado, contribuindo simultaneamente para um quadro mais coerente na Europa. Em contrapartida, foi eliminada a introdução de uma nova função separada de controlo interno para o tratamento das queixas dos clientes, dado ser demasiado onerosa e pouco flexível.

6. ACOMPANHAMENTO E AVALIAÇÃO

A Comissão irá acompanhar a forma como os Estados-Membros aplicam as alterações propostas no âmbito da iniciativa legislativa relativa aos mercados de instrumentos financeiros. A avaliação das consequências da aplicação da medida legislativa será efectuada no prazo de três anos a contar da data de transposição da referida medida, no contexto de um relatório ao Conselho e ao Parlamento. Tal poderá basear-se em diversos relatórios de avaliação do impacto na prática das diferentes medidas regulamentares acima previstas.