



PARLAMENTO EUROPEU

2009 - 2014

Documento de sessão

A7-0326/2010

16.11.2010

RELATÓRIO

sobre a regulação da negociação de instrumentos financeiros - "dark pools",
etc.
(2010/2075(INI))

Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários

Relatora: Kay Swinburne

ÍNDICE

	Página
PROPOSTA DE RESOLUÇÃO DO PARLAMENTO EUROPEU	3
EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS.....	12
RESULTADO DA VOTAÇÃO FINAL EM COMISSÃO	17

PROPOSTA DE RESOLUÇÃO DO PARLAMENTO EUROPEU

sobre a regulação da negociação de instrumentos financeiros - "dark pools", etc. (2010/2075(INI))

O Parlamento Europeu,

- Tendo em conta a Directiva 2004/39/CE, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF)¹,
- Tendo em conta a Directiva 2003/6/CE, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)²,
- Tendo em conta as Declarações do G20 de 2 de Abril de 2009, em Londres, 25 de Setembro de 2009, em Pittsburgh, e 26-27 de Junho de 2010, em Toronto,
- Tendo em conta o parecer técnico do CARMEVM à Comissão Europeia no contexto da revisão da DMIF – Mercados de valores mobiliários (ref.^a CESR/10-394),
- Tendo em conta o parecer técnico do CARMEVM à Comissão Europeia no contexto da revisão da DMIF – Notificação de transacções (ref.^a CESR/10-292),
- Tendo em conta o parecer técnico do CARMEVM à Comissão Europeia no contexto da revisão da DMIF – Intermediários e protecção dos investidores (ref.^a CESR/10-417),
- Tendo em conta o convite do CARMEVM à apresentação de informações sobre questões microestruturais dos mercados europeus de valores mobiliários (ref.^a CESR/10-142),
- Tendo em conta o relatório da Ministra francesa da Economia, Indústria e Emprego sobre a revisão da DMIF, de Fevereiro de 2010,
- Tendo em conta o relatório de consulta da IOSCO sobre as "Políticas de acesso electrónico directo", de Fevereiro de 2009,
- Tendo em conta as recomendações do CPSS e da IOSCO para as contrapartes centrais, de Novembro de 2004,
- Tendo em conta o documento de debate da Securities and Exchange Commission sobre a estrutura do mercado de valores mobiliários (n.º 34-61358; Dossier n.º S7-02-10),
- Tendo em conta o parecer técnico do CARMEVM à Comissão Europeia no contexto da revisão da DMIF, assim como as respostas aos pedidos de informação adicional da Comissão Europeia (ref.^a CESR/10-802, ref.^a CESR/10-799, ref.^a CESR/10-808, ref.^a CESR/10-859, ref.^a CESR/10-860),

¹ JO L 145 de 30.4.2004, p. 1.

² JO L 96 de 12.4.2003, p. 16.

- Tendo em conta o artigo 48.º do seu Regimento,
 - Tendo em conta o relatório da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários (A7-0326/2010),
- A. Considerando que o G20 estabeleceu que nenhuma instituição financeira, nenhum produto financeiro e nenhum território deve ficar fora do alcance de uma regulação inteligente e de uma supervisão eficiente e que acordou em que todos os contratos normalizados de derivados negociados fora de bolsa sejam negociados em bolsas ou plataformas de negociação electrónicas, quando adequado,
 - B. Considerando que a falta de transparência e a opacidade dos padrões de risco que a acompanha no sistema financeiro constituíram um factor agravante na crise financeira, facilitando a propagação de uma desconfiança geral e contribuindo assim para uma liquidez drasticamente reduzida,
 - C. Considerando que, quando a DMIF entrou em vigor, os principais objectivos eram a protecção dos consumidores, a transparência, particularmente no que se refere ao processo de formação dos preços, mercados eficientes e líquidos e a concorrência em igualdade de condições, mas que estes objectivos ainda não foram realizados, pelo que devem continuar a ser prioritários; que, na sequência da crise económica, a limitação do risco sistémico também deve ser prioritária na revisão da DMIF,
 - D. Considerando que as alterações da DMIF devem ter sempre em conta a importância desta directiva na regulação dos fluxos de capitais para a economia real e, portanto, o impacto potencial sobre o emprego, os investimentos e as pensões,
 - E. Considerando que até 40% do volume de negociação ainda são realizados fora de bolsa; considerando que os participantes no mercado devem ser incentivados a transaccionar mais em plataformas de negociação organizadas,
 - F. Considerando que a inclusão na DMIF de derrogações aos requisitos de transparência pré-negociação e ao estabelecimento de sistemas multilaterais de negociação e "dark pools" se destinava a favorecer uma mudança para plataformas mais regulamentadas e transparentes,
 - G. Considerando que a DMIF define a negociação fora de bolsa como caracterizada por ser ad-hoc e irregular, realizada com contrapartes grossistas e fazendo parte de uma relação de negócios que é caracterizada, ela própria, por transacções acima da dimensão normal do mercado e em que as transacções são efectuadas fora dos sistemas habitualmente utilizados pela empresa em questão para as suas actividades como internalizador sistemático,
 - H. Considerando que, apesar da inclusão na DMIF de derrogações que permitem transacções opacas em mercados organizados, o estabelecimento de sistemas multilaterais de negociação e internalizadores sistemáticos e da definição das transacções fora de bolsa como irregulares e ad-hoc, as transacções fora de bolsa não realizadas na base de internalização sistemática continuam a constituir uma elevada proporção das transacções de acções ao seu nível de 38% do total de transacções notificadas, segundo o parecer

CESR/10-394, e que esta proporção não diminuiu desde a implementação da DMIF; que deveria ser assegurada, portanto, uma aplicação mais estrita e mais efectiva das disposições e derrogações da DMIF,

- I. Considerando que a fragmentação do mercado no domínio da negociação de acções teve um impacto indesejável sobre a liquidez e a eficiência do mercado devido a uma diminuição da transparência em resultado de um aumento das "dark pools" e plataformas de cruzamento de ordens, ao efeito de um maior número de plataformas, tanto em bolsa, como fora de bolsa, e de um crescendo da negociação por meios tecnológicos e fez baixar o valor médio das transacções de 22.266 € em 2006 para 9923 € em 2009, aumentando o custo total das transacções para alguns utilizadores,
- J. Considerando que a redução do valor das transacções levou a uma redução da capacidade dos intervenientes no mercado para executarem instantaneamente ordens de valor elevado num mercado determinado e o desejo de evitar o impacto de ordens de valor elevado sobre o mercado incentivou a expansão da negociação opaca; que menos de 10% das transacções de acções do EEE em mercados organizados utilizam as derrogações às obrigações de transparência pré-negociação previstas pela DMIF (CESR/10-394), que estas derrogações à DMIF permitem a negociação opaca como alternativa mais transparente e melhor regulamentada à negociação opaca fora de bolsa, mas que a ausência de regulamentação suficiente para transacções fora de bolsa, incluindo as plataformas de cruzamento de ordens geridas pelos corretores, constitui uma vantagem competitiva para o espaço fora de bolsa e incentiva o aumento da negociação opaca, comprometendo a transparência do mercado em geral; que, no total, cerca de metade das negociações não são abrangidas actualmente pelas obrigações de transparência pré-negociação, mas metade das transacções fora de bolsa são de valor inferior à dimensão normal do mercado e não requerem, pois, protecção contra o impacto no mercado,
- K. Considerando que, para assegurar a igualdade de condições de concorrência, as plataformas de cruzamento de ordens geridas pelos corretores (BCN) devem ser objecto de um estudo aprofundado dos seus modelos de negócio para assegurar que quando prestam serviços que implicam que funcionam essencialmente como mercados regulamentados, plataformas multilaterais de negociação (MFF) ou internalizadores sistemáticos sejam regulamentadas como tais,
- L. Considerando que as vantagens da concorrência em termos de infra-estruturas de negociação mais competitivas e inovadoras ainda não foram provadas, uma vez que os custos totais de transacção não foram reduzidos e a opacidade aumentou, ao mesmo tempo que resulta claro que a qualidade e integridade para todos os participantes num mercado mais fragmentado não estão adequadamente garantidas,
- M. Considerando que, dado que a negociação de alta frequência (HTF) reivindica que fornece liquidez aos mercados financeiros, seria útil determinar se há riscos associados aos sistemas de ordens electrónicos e à parte significativa dos volumes de negociação que é imputável a estratégias de negociação de alta frequência, estimada em 70% nos EUA, nomeadamente tendo em consideração as conclusões da Securities and Exchange Commission sobre o "flash crash" que ocorreu nos Estados Unidos em 6 de Maio de 2010, quando os fornecedores de liquidez que alimentam a negociação de alta frequência se

retiraram do mercado,

- N. Considerando que as estratégias de negociação de alta frequência são um fenómeno relativamente novo na Europa e se estima que constituam actualmente 35% do mercado em volume,
- O. Considerando que uma maior transparência através da notificação pré-negociação e pós-negociação das transacções para todas as classes de activos deve ser estabelecida para fornecer um alerta precoce da acumulação e amplitude dos problemas em gestação, bem como para melhorar a eficiência do processo de formação de preços e favorecer a confiança entre os actores do mercado,
- P. Considerando que as decisões do G20, de 24 e 25 de Setembro de 2009, em Pittsburgh, estipulam que "todos os contratos normalizados de derivados fora de bolsa devem ser negociados na bolsa *ou* em plataformas de negociação electrónicas",
- Q. Considerando que a divergência da implementação entre Estados-Membros conduziu a uma aplicação incompleta do quadro da DMIF,

Plataformas de negociação abrangidas pela DMIF

1. Reconhece que as infra-estruturas dos mercados foram resistentes ao longo da crise e solicita à Comissão que, não obstante, reforce as infra-estruturas dos mercados para todas as plataformas de negociação e sistemas de compensação para que estes possam fazer face a riscos futuros através de maior transparência, melhor capacidade de resistência e supervisão regulamentar de todas as operações agregadas;
2. Congratula-se com a proposta da Comissão de um regulamento relativo a derivados fora de bolsa, contrapartes centrais e repositórios de transacções enquanto condição prévia necessária para aumentar a transparência e a segurança nos mercados de instrumentos financeiros e considera-a um primeiro passo para transferir as proporções significativas de operações fora de bolsa (OTC) para plataformas de negociação sujeitas a regulação pela DMIF;
3. Sugere que, em prol de um tratamento equitativo, as plataformas multilaterais de negociação sejam submetidas ao mesmo nível de supervisão e, portanto, regulamentadas de forma comparável, dado que a concorrência entre plataformas multilaterais de negociação e mercados regulamentados deve ocorrer em condições equitativas, ao mesmo tempo que nota o importante papel das plataformas multilaterais de negociação para a entrada no mercado;
4. Solicita que a AEVMM realize uma análise sobre o funcionamento e a finalidade do regime de internalizador sistemático e que sejam propostas melhorias à forma como esta categoria é regulamentada a fim de assegurar a utilização deste regime para a execução bilateral de ordens com a contraparte financeira;
5. Considera que as empresas de investimento que prestam serviços de gestão de carteiras e operam no âmbito da gestão de carteiras devem beneficiar da execução nas melhores condições por parte das empresas de investimento junto das quais colocam ordens, mesmo

que o gestor da carteira seja classificado como contraparte elegível nos termos da DMIF;

6. Solicita à AEVMM que estude se a execução nas melhores condições, ordem por ordem, carece de melhor regulamentação no que diz respeito à disponibilidade de dados, tanto em relação à fase pós-negociação, como à qualidade da execução e à tecnologia de funcionamento do mercado, nomeadamente em matéria de encaminhamento das ordens e de conexões entre plataformas;
7. Solicita a plena aplicação das disposições da DMIF a fim de garantir que as plataformas de cruzamento de ordens geridas pelos corretores que realizem actividades equivalentes às de um mercado regulamentado, de uma plataforma multilateral de negociação ou de um internalizador sistemático sejam regulamentadas como tais e, para facilitar essa aplicação, insiste em que todas as plataformas de cruzamento de ordens geridas pelos corretores sejam obrigadas a apresentar às autoridades competentes todas as informações necessárias, nomeadamente:
 - a) uma descrição dos sistemas, bem como dos seus accionistas e clientes,
 - b) os pormenores sobre o acesso aos sistemas,
 - c) as ordens correspondidas nos sistemas,
 - d) as metodologias de negociação e a margem discricionária dos corretores e
 - e) as disposições adoptadas para a notificação imediata das informações pós-negociação;
8. Solicita que seja realizada uma análise sobre as transacções de acções fora de bolsa e solicita melhorias à forma como são regulamentadas as transacções fora de bolsa para garantir o aumento da utilização de mercados regulamentados e plataformas multilaterais de negociação na execução multilateral de ordens e de internalizadores sistemáticos na execução bilateral de ordens, bem como um importante decréscimo da percentagem de transacções de acções fora de bolsa (OTC);
9. Solicita que sejam avaliados pela Comissão os efeitos de estabelecer uma dimensão mínima de ordens para todas as transacções opacas e se o seu cumprimento rigoroso poderia ser assegurado de modo a manter um fluxo adequado de negociação nas plataformas que operam de forma transparente em favor da formação de preços;

Derrogações às obrigações de transparência pré-negociação

10. Convida a Comissão a proceder a uma revisão das disposições da DMIF relativas às obrigações de transparência pré-negociação no sentido de:
 - a) examinar se é de introduzir um limiar mínimo adequado para a derrogação ao preço de referência a fim de incentivar o recurso a plataformas de negociação que funcionam de forma transparente;
 - b) examinar o alargamento da derrogação relativa ao preço de referência às transacções que se situam no spread actual do mercado de referência;
 - c) introduzir um volume máximo de transacções que poderão beneficiar de derrogações às obrigações de transparência pré-negociação, a fim de garantir uma formação eficiente dos preços;
 - d) oferecer à AEVMM a possibilidade de adaptar e restringir, se necessário, as

derrogações às obrigações de transparência pré-negociação, tendo em conta o impacto da negociação opaca sobre a eficiência dos mercados;

11. Solicita uma aplicação uniforme das derrogações pré-negociação no conjunto dos Estados-Membros, a fim de reduzir diferenças de implementação que podem levar à incerteza, à arbitragem regulamentar e a condições de concorrência desiguais; considera que o estabelecimento de normas técnicas *definidas pela AEVMM* poderá constituir uma forma adequada de atingir este objectivo, em conformidade com o conceito de um quadro normativo único para os serviços financeiros;

Sistema de informação consolidada

12. Acolhe favoravelmente o recente anúncio dos participantes no mercado sobre a dissociação dos respectivos dados pré-negociação e pós-negociação e solicita ulteriores esforços para conseguir normas comuns em matéria de dados e melhor disponibilidade destes;
13. Convida a Comissão a constituir um grupo de trabalho para ultrapassar as dificuldades que impedem a consolidação dos dados relativos ao mercado na Europa e, em especial, a má qualidade dos dados notificados sobre todas as transacções;
14. Solicita à AEVMM que estabeleça normas e formatos comuns de notificação para a transmissão de todos os dados pós-negociação, tanto relativos às plataformas de negociação organizadas como às transacções fora de bolsa, a fim de contribuir para a obtenção de dados consolidados;
15. Solicita que se exija a todos os centros de notificação que dissociem os dados pós-negociação dos dados pré-negociação, de forma a que a informação possa ser disponibilizada a todos os participantes no mercado a custos comercialmente razoáveis e comparáveis; solicita, além disso, à Comissão que considere a introdução de disposições aprovadas em matéria de publicação (Approved Publication Arrangements – APA), de modo a introduzir normas de qualidade para a publicação da negociação e reduzir o número de centros de notificação junto dos quais as transacções podem ser notificadas, bem como a utilização de páginas Web, que representam um obstáculo à consolidação;
16. Solicita uma redução do prazo previsto para a publicação diferida, a fim de que as transacções sejam notificadas às entidades reguladoras num prazo de vinte e quatro horas a contar da sua realização; considera que, relativamente à publicação das transacções, em condições normais, todos os prazos superiores a um minuto devem ser considerados inaceitáveis;
17. Considera essencial analisar a estrutura e os modelos de negócio da negociação fora de bolsa e solicita, por tal motivo, a introdução de sinalizadores específicos na transparência pré-negociação e pós-negociação nas negociações fora de bolsa para melhor compreensão das características dessas negociações fora de bolsa e avaliação dos tipos de transacções que podem legitimamente ser realizadas fora de bolsa devido às suas características específicas;

Questões microestruturais

18. Insiste em que, após o "flash crash", todas as plataformas de negociação devem poder demonstrar às autoridades nacionais de supervisão que a sua tecnologia e os seus sistemas de vigilância são capazes de suportar o tipo de onda de ordens ocorrido no dia 6 de Maio a fim de garantir que possam realizar adequadamente as suas actividades ligadas à negociação de alta frequência e à negociação algorítmica em circunstâncias extremas e mostrar que são capazes de reconstituir os seus livros de ordens até final do dia de forma a que as causas de uma actividade pouco habitual no mercado possam ser determinadas com exactidão e qualquer presumível abuso do mercado possa ser identificado;
19. Convida a AEVMM a examinar os custos e benefícios da negociação algorítmica e de alta frequência para os mercados e o seu impacto sobre outros utilizadores dos mercados, particularmente os investidores institucionais, a fim de determinar se o fluxo significativo no mercado que é automaticamente gerado fornece uma liquidez real ao mercado e qual o seu efeito sobre a formação global de preços, bem como as possibilidades de abusos pela manipulação do mercado que conduzam a condições de concorrência desiguais entre os participantes no mercado e o seu impacto na estabilidade global do mercado;
20. Solicita que as práticas de "layering" e "quote stuffing" sejam explicitamente definidas como abuso de mercado;
21. Solicita uma análise sobre se as empresas que levam a cabo estratégias de negociação de alta frequência devem ser regulamentadas a fim de assegurar que disponham de mecanismos e normas de controlo fiáveis com revisões regulamentares permanentes dos algoritmos que utilizam, a capacidade de monitorização intradiária e interrogação sobre as posições em aberto e a alavancagem em tempo real e a capacidade de demonstrar que possuem procedimentos de gestão fortes para fazer face a eventos excepcionais;
22. Solicita um exame dos desafios da negociação de alta frequência em termos de monitorização do mercado; reconhece a necessidade de as entidades reguladoras disporem de meios adequados para detectar e monitorizar comportamentos potencialmente abusivos; com este intuito, solicita a notificação às autoridades competentes de todas as ordens recebidas pelos mercados regulamentados e pelas plataformas multilaterais de negociação, bem como das transacções efectuadas nestas plataformas;
23. Solicita que todas as plataformas de negociação que permitam co-localização de servidores, quer directamente, quer através de terceiros fornecedores de dados, assegurem que todos os clientes abrangidos pelo dispositivo de co-localização disponham de igualdade de acesso, se possível, nas mesmas condições de tempo de latência das infra-estruturas, a fim de respeitar o princípio da não discriminação estabelecido na DMIF;
24. Solicita às entidades reguladoras que monitorizem e regulamentem a prestação de acesso patrocinado e solicita à Comissão que examine a possibilidade de medidas adicionais, nomeadamente:
 - a) a interdição expressa de acesso patrocinado sem aplicação de filtros a sociedades, independentemente de pertencerem ao mesmo grupo de empresas que o patrocinador,

- b) a obrigação de as sociedades financeiras de corretagem e empresas de investimento estabelecerem, documentarem e manterem um sistema de controlos da gestão de risco, pré-negociação e pós-negociação, assim como procedimentos de supervisão para gerir os riscos financeiros, regulamentares e outros, associados ao seu acesso ao mercado;
25. Solicita que, sem prejuízo da necessária aplicação de salvaguardas, a AEVMM investigue em pormenor se o acesso patrocinado transpõe o limiar do acesso não discriminatório;
26. Solicita à Comissão que adopte os princípios que estão a ser desenvolvidos pelo Comité Técnico da IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores) sobre o acesso electrónico directo, incluindo o acesso patrocinado, que abrangerão os critérios para a selecção dos clientes aos quais pode ser dado acesso patrocinado e a relação contratual entre a plataforma, o membro e o cliente e especificarão as suas responsabilidades respectivas quanto à sua utilização com os controlos e filtros adequados;
27. Considera que, a fim de respeitar o princípio da igualdade entre todos os investidores, a emissão de "flash orders" (transmissão ultra-rápida de ordens de compra e venda) deve ser explicitamente interdita;
28. Solicita uma análise da AEVMM sobre as estruturas de custos para garantir que as comissões de execução, as comissões por serviços acessórios, as comissões das empresas de investimento e quaisquer outros incentivos conexos sejam transparentes, não discriminatórios e conformes com um processo fiável de formação de preços e sejam concebidos e implementados de forma que não incentivem a negociação para fins inadequados e para apreciar se uma taxa mínima deve ser paga pelos utilizadores que colocam ordens, quer estas sejam executadas ou não, visto que estas ordens têm de ser tratadas pelas infra-estruturas do mercado;
29. Propõe que a AEVMM realize um estudo do modelo de comissões "maker/taker" (fornecedor/comprador de liquidez) para determinar a eventual necessidade de sujeitar os beneficiários da estrutura de comissões "maker", que é mais favorável, às obrigações formais e à supervisão impostas aos criadores de mercado;
30. Solicita que a AEVMM supervisione e defina por meio de actos de execução um sistema de interruptores robustos em caso de volatilidade que actuem simultaneamente em todas as plataformas de negociação na UE a fim de impedir uma ocorrência semelhante ao "flash crash" ocorrido nos EUA;

Âmbito de aplicação

31. Insiste em que nenhum interveniente não regulamentado do mercado possa ter acesso patrocinado directo ou não filtrado a plataformas de negociação formais e em que os grandes intervenientes que operam por conta própria sejam obrigados a registar-se junto de uma autoridade reguladora e aceitem que as suas actividades de negociação sejam objecto de uma supervisão e controlo adequados para fins de estabilidade;
32. Solicita que as transacções por conta própria e efectuadas por entidades não regulamentadas no âmbito de estratégias de negociação algorítmica sejam realizadas

unicamente através de uma contraparte financeira regulamentada;

33. Solicita um alargamento do âmbito do regime de transparência da DMIF a todos os instrumentos assimiláveis a acções, incluindo certificados representativos de acções (DR), fundos cotados (ETF), títulos representativos de matérias-primas cotadas (EDC) e outros certificados;
34. Solicita à Comissão e à AEVMM que considerem a introdução de um requisito de transparência pré-negociação e pós-negociação para todos os instrumentos financeiros que não acções, incluindo os mercados de obrigações de Estado e de empresas e os derivados elegíveis para compensação por contrapartes centrais, a aplicar de forma diferenciada entre classes de activos, se for caso disso, e que ao mesmo tempo se articule com medidas que levem a uma normalização adicional dos produtos derivados negociados fora de bolsa a fim de possibilitar uma aplicação mais vasta da transparência;
35. Considera que, tendo em conta os problemas que têm sido conhecidos em relação à qualidade dos dados e à consolidação dos dados pós-negociação relativos a acções europeias, a Comissão deve assegurar que os dados pós-negociação relativos a produtos que não acções sejam fornecidos numa forma que seja facilmente consolidada;
36. Apoia a intenção da Comissão de aplicar um conjunto mais vasto de disposições da DMIF aos instrumentos derivados, pois a negociação destes produtos se transfere cada vez mais para plataformas de negociação organizadas e está sujeita a normalização e requisitos de compensação central crescentes;
37. Solicita uma proposta da Comissão destinada a garantir que todos os contratos de derivados do mercado fora de bolsa susceptíveis de normalização sejam transaccionados em bolsas ou plataformas de negociação electrónicas, se adequado, a fim de garantir que o preço desses contratos seja formado de uma forma transparente, equitativa e eficiente, isenta de conflitos de interesse,
38. Solicita uma revisão das normas da IOSCO relativas a câmaras de compensação, sistemas de liquidação de valores mobiliários e sistemas de pagamentos de importância sistémica para melhorar ainda a transparência dos mercados;
39. Considera que é necessário que as entidades reguladoras nos diferentes mercados físicos e financeiros de mercadorias tenham acesso aos mesmos dados para identificar tendências e interligações e convida a Comissão a coordenar esforços tanto na UE como globalmente;
40. Encarrega o seu Presidente de transmitir a presente resolução ao Conselho, à Comissão e ao Banco Central Europeu.

EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS

Os mercados financeiros europeus atravessaram um período de mudanças sem precedentes sob o efeito de uma modificação das condições regulamentares, na sequência da implementação da DMIF (Directiva “Mercados de Instrumentos Financeiros”) e devido aos progressos tecnológicos que ocorreram ao mesmo tempo. Além disso, a entrada em vigor da directiva coincidiu com um período de volatilidade provocada por factores exógenos ligados à crise financeira. Consequentemente, embora as plataformas de negociação dispusessem de dados de mercado fiáveis, os efeitos da regulamentação não se traduziram inteiramente em dados quantitativos.

Ao longo dos últimos cinco anos, o monopólio das bolsas de valores primários foi posto em causa. Na Bolsa de Londres (LSE), as transacções de valores que entram na composição do índice UK FTSE 100 foram menos de 60% do total de transacções efectuadas e, do mesmo modo, 30% dos valores do CAC 40 são hoje, em Paris, negociados fora da Euronext e 25% das transacções sobre valores do DAX 30, em Francfort, foram efectuadas fora da Deutsche Börse. Todos os actores parecem admitir que o fim da exclusividade de que dispunham os mercados primários para a negociação de valores mobiliários suscitou uma concorrência acrescida entre as plataformas de negociação.

O principal objectivo da DMIF, que era favorecer a concorrência entre as plataformas de negociação no domínio dos serviços de execução, fez com que se alargasse o leque de escolhas oferecidas aos investidores, reduziu os custos de transacção e contribuiu para uma maior eficiência do processo de formação de preços. Contam-se hoje, na União Europeia, 136 plataformas multilaterais de negociação, que constituem, juntamente com as bolsas primárias, o sector dos mercados bolsistas organizados. Estas plataformas organizadas asseguram cerca de 60% das transacções, sendo o restante transaccionado por corretores, por conta própria ou alheia, designados genericamente por mercados paralelos não regulamentados. As operações bilaterais, em que o cliente transmite uma ordem a um corretor que, por sua vez, encontra uma contraparte, na maioria dos casos, já não são emitidas oralmente, mas, passaram a ser efectuadas sobretudo por ordens electrónicas. Por definição, as operações realizadas nos mercados fora da bolsa não satisfazem as obrigações de transparência pré-negociação, mas a directiva em vigor continua a impor a sua notificação. Entretanto, a fragmentação do mercado traduziu-se por uma transparência pós-negociação que é medíocre, na medida em que as operações estão disseminadas por diversas plataformas, mas também devido à falta de qualidade dos dados pós-negociação. É necessário aplicar às informações pós-negociação consolidadas um quadro regulamentar mais eficaz, que submeta o processo de liquidação a novos códigos técnicos que traduzam melhor um ambiente no qual os operadores podem intervir em múltiplas plataformas. As autoridades de regulamentação devem poder reconstituir, em qualquer momento, o registo de transacções para conhecer a dinâmica do mercado e a implicação dos participantes. Afigura-se igualmente necessário um quadro regulamentar para levantar os obstáculos com que ainda se depara a consolidação de dados pós-negociação, de forma a instaurar um sistema europeu de informação em contínuo, gerido por operadores privados.

O custo de aquisição de informações é nitidamente mais baixo nos EUA que na UE, já que é de 50 dólares por mês, para todas as plataformas, e de 500 euros na UE. Esta situação

explica-se principalmente pela agregação dos dados de pré-negociação e de pós-negociação que as plataformas de negociação efectuam, do que resulta a necessidade de desagregar as fontes de dados para, assim, fazer baixar o referido custo. A disparidade da qualidade dos dados sobre transacções e a ausência de normas comuns de notificação dos dados sobre as transacções agravam ainda mais a situação, mas é possível resolvê-la submetendo a transmissão de dados pós-negociação a normas e formatos comuns.

Embora a DMIF preveja um prazo para a notificação após a negociação, afigura-se conveniente para a formação dos preços, tendo em conta a utilização crescente de dispositivos tecnológicos, reduzir esse prazo de forma a que as operações sejam comunicadas, o mais tardar, 24 horas após a sua execução e, de igual modo, não deverá ser autorizado um prazo superior a 1 minuto relativamente à maioria das transacções electrónicas.

Além da crise, ocorreram muitas outras mudanças desde a entrada em vigor da DMIF, nomeadamente, a emergência de novas tecnologias e a prática, doravante habitual, das operações electrónicas baseadas em algoritmos, entre os quais, a negociação de alta frequência. Nesta nova era tecnológica, e em que os requisitos de transparência são cada vez maiores, importa notar que a parte das transacções no mercado fora da bolsa no conjunto das transacções não diminuiu desde a multiplicação das plataformas de negociação. Não obstante, o mercado adaptou-se à utilização das plataformas de negociação não regulamentadas (“dark pools”) para negociar ordens de grande magnitude em redes privadas de cruzamento de ordens estabelecidas por corretores intermediários e ao recurso às derrogações previstas na directiva para essas operações (transacções “opacas”), que antes eram efectuadas através dos mercados regulamentados.

Cerca de 10% do conjunto das operações sobre as acções de sociedades do EEE são objecto de derrogações às exigências de transparência pré-negociação previstas na DMIF, podendo, portanto, ser consideradas como efectuadas “na opacidade”. Importa, porém, encontrar um equilíbrio entre a necessidade de transparência pré-negociação, para uma formação de preços mais satisfatória, e as situações em que é legítimo autorizar derrogações, a fim de evitar movimentos indesejáveis no mercado e de contribuir para o bom funcionamento deste último. Dado que o valor médio nas operações diminuiu de 22.266 € em 2006 para 9.923 € em 2009 e que apenas 0,9% das transacções são doravante efectuadas em derrogação ao “preço de referência”, afigura-se necessário rever as diferentes derrogações. Importa também assegurar uma aplicação mais uniforme nos Estados-Membros das derrogações aos requisitos de pré-negociação, a fim de limitar as diferenças entre práticas de implementação; as normas jurídicas poderiam constituir um meio adequado para atingir este fim.

A prática de realizar operações no mercado não regulamentado passando por redes de cruzamento de ordens geridas por corretores, por conta própria ou de terceiros, é anterior à entrada em vigor da DMIF mas, doravante, deve-se sobretudo às plataformas electrónicas a que os clientes têm acesso. As redes de cruzamento de ordens geridas por corretores são consideradas como um complemento útil das plataformas de negociação, nomeadamente para as ordens emitidas pelos investidores, e deveriam, portanto, ser reconhecidas como uma categoria de plataformas no âmbito da DMIF e, assim, sujeitas a supervisão regulamentar, a fim de monitorizar as suas actividades.

O CARMEVM (Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de

Valores Mobiliários) está actualmente a efectuar uma recolha de dados destinada a avaliar o volume das operações realizadas “na opacidade” e a determinar o limite a partir do qual a ausência de uma formação de preços pré-negociação começa a influenciar o próprio processo de cotação. Uma vez que a pesquisa de fórmulas de regulamentação das diferentes plataformas de negociação está mais avançada nos EUA que na UE, deveríamos interrogar-nos se não seria útil extrair lições da experiência norte-americana em matéria de normas de transparência pós-negociação aplicáveis às plataformas de negociação não regulamentadas, sobretudo se considerarmos que, segundo a Agência de Supervisão Financeira do Reino Unido (FSA), menos de 1% das operações sobre valores mobiliários são actualmente efectuadas “na opacidade” devido a contratos fora da bolsa, enquanto que, nos EUA, estas plataformas representam quase 10% do volume das transacções.

Desde a entrada em vigor da DMIF, os fornecedores de infra-estruturas de mercado são, cada vez mais frequentemente, plataformas tecnológicas amplamente tributárias de sistemas informáticos e concorrem entre si para oferecer os dispositivos de negociação mais eficientes, mais rápidos e mais sólidos. À parte das mudanças regulamentares, o impacto das novas tecnologias e a emergência de novos intervenientes no mercado traduzem-se por uma rapidez acrescida das operações, pela intensificação da negociação de alta frequência e por um aumento do acesso directo ao mercado por parte de clientes dos membros de plataformas de negociação, ou, noutros termos, pela emergência de mercados mais rápidos e mais dinâmicos.

A diminuição regular do volume médio das operações deve-se ao facto de que os novos actores do mercado privilegiam a execução imediata das ordens e não a transmissão de ordens de grande volume. O bom funcionamento do mercado pressupõe a presença de sociedades dispostas a fornecer liquidez e a estabelecer cotações conhecidas por todos os actores. Os especialistas e os criadores de mercado assumiram durante muito tempo esta tarefa, fixando cotações para a compra e para a venda, e remunerando-se a partir do diferencial entre ambas. Com a evolução do mercado, a forma da oferta de liquidez modificou-se. Em particular, o aparecimento de novas tecnologias permite às sociedades de corretagem que utilizam algoritmos a oferta de liquidez ao mercado, inscrevendo em registos de ordens electrónicos as ordens de compra e de venda, e determinando um preço público. Geralmente, os criadores de mercado não conservam durante muito tempo os instrumentos de investimento, de forma que as plataformas de negociação de alta frequência evoluíram no sentido de assumir esta função. É necessário avaliar mais detalhadamente as obrigações e responsabilidades exigíveis a estes criadores de mercado informais. A partir do momento em que tiram proveito de uma estrutura de preços favorável, estes operadores devem se obrigados a publicar um preço de mercado quando tal lhes for pedido.

Uma estratégia de negociação de alta frequência não é uma estratégia de negociação propriamente dita, mas que pode ser aplicada a toda uma gama de estratégias que tenham em comum uma carteira de títulos de rotação rápida; em muitos casos, podem ser tratadas até 33.000 por segundo, com transacções de ida e volta efectuadas num lapso de tempo inferior a 1 microssegundo. Sujeitos ao imperativo da rapidez, estas estratégias são sensíveis ao tempo de latência, implicando portanto mecanismos de aquisição de dados do mercado e motores de busca de correspondência e cotações de alta capacidade. Distinguem-se geralmente duas categorias: as transacções electrónicas e a arbitragem estatística. Calcula-se que o volume das transacções efectuadas pelos operadores de estratégias de alta frequência terá ultrapassado 35%, continuando a aumentar. Esta proporção chega a 70% nos mercados dos Estados

Unidos, onde é menos oneroso praticar estas estratégias. É caso para considerar os custos de compensação e liquidação cobrados na União Europeia como um obstáculo ao seu desenvolvimento ou, por outras palavras, que qualquer redução dos custos poderá favorecer a dinâmica dos mercados.

Existem poucos dados relativos à incidência dessas estratégias de negociação de alta frequência sobre o mercado e, nomeadamente, sobre o risco de um impacto dos dispositivos tecnológicos no seu conjunto comprometer a solidez do próprio mercado. As transacções de alta frequência parecem ter aumentado a liquidez e reduzido as margens diferenciais dos investidores; porém, é necessário desenvolver a análise para determinar se a qualidade desta liquidez é verdadeiramente útil, pois os volumes disponíveis são frequentemente reduzidos, e podemos interrogar-nos sobre a profundidade real que apresentam os livros de registo de ordens. Importa também verificar se o desenvolvimento das estratégias de negociação de alta frequência tem efeitos prejudiciais em matéria de formação de preços.

Foi observado que muitos dos operadores de transacções de alta frequência intervêm enquanto estruturas de negociação privadas, isto é, como entidades não regulamentadas, que não são obrigadas a respeitar as regras enunciadas na DMIF. Dado que a necessidade de uma regulamentação satisfatória para todos os actores do mercado com uma certa dimensão está no espírito da época, propomos que esta directiva se aplique a essas entidades e que o alargamento das regras relativas à notificação estabelecidas na DMIF seja realizada urgentemente. Tal como o "Flash Crash" que ocorreu nos EUA, em 6 de Maio de 2010, demonstrou, é necessário, nomeadamente, controlar os sistemas e processos de gestão de riscos utilizados por essas entidades. As plataformas devem ser submetidas a testes de resistência específicos para determinar se são capazes de fazer face a algoritmos descontrolados ("runaway algorithms"). Em primeiro lugar, é necessário recolher dados sobre as actividades de todos os actores dos mercados, a fim de que as autoridades de regulamentação possam reconstituir, se necessário, os livros de registo de ordens para monitorizar a segurança e eficiência desses mercados. As transacções atingiram um volume tal que parecem poder colocar um risco sistémico que é necessário estudar à escala da União Europeia.

O recurso à co-localização está a tornar-se um lugar comum, uma vez que o estabelecimento de uma proximidade imediata entre os servidores dos clientes e os servidores dos sistemas de negociação permite às sociedades de corretagem receberem mais rapidamente dados sobre o mercado provenientes das plataformas de negociação e colocar mais rapidamente ordens no mercado, de forma a reduzir o tempo de latência e a que o corretor possa efectuar operações com maior frequência. Pode ser obtido o mesmo resultado através do acolhimento de proximidade em servidores de terceiros. Apesar do seu custo, a possibilidade de co-localização não parece ser discriminatório actualmente e se, por um lado, é necessário dar a todos os utilizadores o mesmo tratamento quanto à distância dos servidores e à tarifação, por outro lado, também se afigura necessária a obrigação de prestar informações sobre as modalidades de formação dos preços.

O acesso patrocinado permite aos operadores que não sejam intervenientes oficiais colocarem as suas ordens por intermédio de um corretor, por conta própria ou de terceiros, ou de um membro de um sistema de compensação geral. As plataformas da UE que actualmente autorizam o acesso patrocinado, a saber, Chi-X, BATS Europe, LSE e NYSE Euronext,

estabeleceram, sob supervisão da autoridade de regulamentação, regras que obrigam os aderentes a aplicarem filtros e controlos antes da transmissão das ordens. Porém, a prática que consiste em o cliente do intermediário aceder directamente à plataforma sem qualquer forma de controlo (“naked sponsored access”) apresenta riscos inaceitáveis para o membro do mercado e o seu sistema de compensação, assim como para o bom funcionamento do mercado, devendo permanecer interdito na UE. Sugerimos que o acesso patrocinado a plataformas seja sujeito a controlos de risco pré-negociação e a mecanismos de supervisão pós-negociação, particularmente no caso dos operadores que passam por sociedades de compensação cujos clientes patrocinados podem intervir nos mercados criando um forte efeito de alavanca, podendo assim criar um risco sistémico devido à amplitude que podem assumir os desvios entre posições intradiárias no âmbito das múltiplas estratégias utilizadas.

Em conclusão, afigura-se que um dos efeitos marcantes da concorrência gerada pela aplicação da DMIF é a fragmentação dos mercados que, por sua vez favoreceu a eclosão exponencial das estratégias de negociação de alta frequência. A regulamentação deve basear-se na preocupação de aplicar a estes desenvolvimentos tecnológicos regras destinadas a assegurar que, devido a lacunas do dispositivo regulamentar, estes últimos possam inadvertidamente criar riscos sistémicos que ponham em perigo o funcionamento global dos mercados.

RESULTADO DA VOTAÇÃO FINAL EM COMISSÃO

Data de aprovação	9.11.2010
Resultado da votação final	+: 43 -: 0 0: 2
Deputados presentes no momento da votação final	Burkhard Balz, Godfrey Bloom, Sharon Bowles, Pascal Canfin, Nikolaos Chountis, George Sabin Cutaş, Leonardo Domenici, Derk Jan Eppink, Markus Ferber, José Manuel García-Margallo y Marfil, Jean-Paul Gauzès, Sven Giegold, Sylvie Goulard, Gunnar Hökmark, Othmar Karas, Jürgen Klute, Rodi Kratsa-Tsagaropoulou, Philippe Lamberts, Werner Langen, Astrid Lulling, Hans-Peter Martin, Arlene McCarthy, Sławomir Witold Nitras, Ivari Padar, Anni Podimata, Antolín Sánchez Presedo, Olle Schmidt, Edward Scicluna, Peter Skinner, Theodor Dumitru Stolojan, Ivo Strejček, Kay Swinburne, Marianne Thyssen, Ramon Tremosa i Balcells, Corien Wortmann-Kool
Suplente(s) presente(s) no momento da votação final	Thijs Berman, Herbert Dorfmann, Sari Essayah, Robert Goebbels, Sophia in 't Veld, Syed Kamall, Arturs Krišjānis Kariņš, Thomas Mann, Sirpa Pietikäinen, Bernhard Rapkay
Suplente(s) (nº 2 do art. 187º) presente(s) no momento da votação final	Knut Fleckenstein