

PARLAMENTO EUROPEU

1999



2004

Documento de sessão

FINAL
A5-0431/2002

4 de Dezembro de 2002

RELATÓRIO

sobre a Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu
intitulada “Os mecanismos de compensação e liquidação na União Europeia -
Principais problemas e desafios futuros”
(COM(2002) 257 – C5-0325/2002 – 2002/2169(COS))

Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários

Relator: Generoso Andria

ÍNDICE

	Página
PÁGINA REGULAMENTAR	4
PROPOSTA DE RESOLUÇÃO.....	5
EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS.....	11

PÁGINA REGULAMENTAR

Por carta de 28 de Maio de 2002, a Comissão transmitiu ao Parlamento a sua Comunicação ao Conselho e ao Parlamento Europeu intitulada “Os mecanismos de compensação e liquidação na União Europeia - Principais problemas e desafios futuros” (COM(2002) 257 – 2002/2169(COS)).

Na sessão de 2 de Setembro de 2002, o Presidente do Parlamento comunicou o envio da referida Comunicação à Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, competente quanto à matéria de fundo, e à Comissão dos Assuntos Jurídicos e do Mercado Interno, encarregada de emitir parecer (C5-0325/2002).

Na sua reunião de 19 de Junho de 2002, a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários designou relator Generoso Andria.

Nas suas reuniões de 7 de Outubro, 4 de Novembro, 28 de Novembro e 3 de Dezembro de 2002, a comissão procedeu à apreciação da referida Comunicação e do projecto de relatório.

Na última reunião, a comissão aprovou a proposta de resolução por 22 votos a favor, 8 votos contra e 1 abstenção.

Encontravam-se presentes no momento da votação: Christa Randzio-Plath, presidente; Philippe A.R. Herzog e John Purvis, vice-presidentes; Generoso Andria, relator; Juan José Bayona de Perogordo (em substituição de José Manuel García-Margallo y Marfil, nos termos do nº 2 do artigo 153º do Regimento), Pervenche Berès, Roberto Felice Bigliardo, Jean-Louis Bourlanges (em substituição de Brice Hortefeux), Hans Udo Bullmann, Manuel António dos Santos (em substituição de Helena Torres Marques), Jonathan Evans, Robert Goebbels, Lisbeth Grönfeldt Bergman, Catherine Guy-Quint (em substituição de Giorgos Katiforis, nos termos do nº 2 do artigo 153º do Regulamento), Christopher Huhne, Anne Elisabet Jensen (em substituição de Karin Riis-Jørgensen, nos termos do nº 2 do artigo 153º do Regimento), Othmar Karas, Piia-Noora Kauppi, Werner Langen (em substituição de Ingo Friedrich), Alain Lipietz, Astrid Lulling, Thomas Mann (em substituição de Hans-Peter Mayer), Ioannis Marinos, Giuseppe Nisticò (em substituição de Renato Brunetta, nos termos do nº 2 do artigo 153º do Regimento), Fernando Pérez Royo, Jacques F. Poos (em substituição de Bernhard Rapkay, nos termos do nº 2 do artigo 153º do Regimento), Alexander Radwan, Olle Schmidt, Peter William Skinner, Ieke van den Burg (em substituição de Mary Honeyball) e Theresa Villiers.

Em 10 de Setembro de 2002, Comissão dos Assuntos Jurídicos e do Mercado Interno decidiu não emitir parecer.

O relatório foi entregue em 4 de Dezembro de 2002.

PROPOSTA DE RESOLUÇÃO

Resolução do Parlamento Europeu sobre a Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu intitulada “Os mecanismos de compensação e liquidação na União Europeia - Principais problemas e desafios futuros” (COM(2002) 257 – C5-0325/2002 – 2002/2169(COS))

O Parlamento Europeu,

- Tendo em conta sobre a Comunicação da Comissão (COM(2002) 257 – C5-0325/2002¹),
 - Tendo em conta o relatório intitulado “Os mecanismos transfronteiriços de compensação e liquidação na União Europeia”, de Novembro de 2001, publicado pelo chamado 'grupo Giovannini'², que presta assessoria à Comissão em questões relacionadas com os mercados de capitais,
 - Tendo em conta o nº 1 do artigo 47º do seu Regimento,
 - Tendo em conta o relatório da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários (A5-0431/2002),
- A. Considerando que a Directiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários³, constituiu um passo decisivo no processo de instauração de um quadro jurídico eficaz para os sistemas de compensação e de liquidação de títulos e fundos,
- B. Considerando que o Conselho Europeu de Lisboa sublinhou a importância estratégica da integração dos mercados financeiros até 2005, tendo em conta que eles são cruciais para a estratégia europeia de crescimento e emprego,
- C. Considerando que a eliminação do risco cambial na zona euro acentua a interdependência dos mercados a todos os níveis; considerando que os Estados Unidos da América optaram por um modelo unificado de compensação, liquidação e guarda de títulos, que implica uma só estratégia, uma só equipa responsável e uma só conexão tecnológica; fazendo ainda notar que o DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) norte-americano chega a fazer 20 milhões de transacções por dia, perfazendo um total de 600 mil milhões de dólares;
- D. Considerando que a Comissão está actualmente a efectuar consultas com as partes interessadas sobre a instauração na União Europeia de uma política em matéria de compensação e liquidação,
- E. Considerando que o Relatório Giovannini² identificou e enumerou os obstáculos a um

¹ Ainda não publicado no Jornal Oficial.

² http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf

³ JO L 166 de 11.6.1998, p. 45.

² http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf

funcionamento eficaz dos mecanismos transfronteiriços de compensação e liquidação, sublinhando que era necessário e urgente tomar medidas para a supressão de tais entraves,

- F. Considerando que é essencial que a União Europeia no seu conjunto disponha de mecanismos de compensação e liquidação eficazes (ou seja, capazes de prestar serviços adequados a um preço justo, garantindo competitividade e segurança), uma vez que tais mecanismos fazem parte integrante do funcionamento dos sistemas financeiros,
- G. Considerando que os mecanismos de compensação e liquidação actualmente existentes na União Europeia são muito proveitosos quanto ao tratamento das operações sobre títulos a nível nacional, mas não se associam para assegurar um tratamento eficaz das operações transfronteiriças após a fase da negociação ("post-trade"); e que, na ausência de mecanismos eficazes de compensação e liquidação nas operações transfronteiriças, será impossível colher todas as vantagens da existência de um mercado interno ao nível dos serviços financeiros,
- H. Considerando que a ineficácia das operações transfronteiriças de compensação e liquidação na União Europeia se explica, em grande parte, pela fragmentação que resulta das disparidades nacionais relacionadas com os requisitos técnicos, as práticas de mercado, os procedimentos fiscais e os obstáculos jurídicos,
- I. Considerando que haverá que tomar medidas destinadas a eliminar os entraves técnicos, os obstáculos jurídicos e as barreiras relacionadas com as práticas de mercado, tal como haverá que desenvolver esforços para harmonizar progressivamente os sistemas fiscais, de acordo com um calendário a longo prazo, a fim de que o mercado atinja um elevado grau de eficiência e se verifique uma redução de custos,
- J. Considerando que a vigilância do mercado passa por uma compreensão mútua, uma abordagem comum e a existência de normas harmonizadas entre as autoridades de supervisão,
- K. Considerando que a Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários, vai ser objecto de uma proposta alterada da Comissão, destinada a tratar as questões da negociação, às quais os problemas da compensação e da liquidação estão intimamente associados,
- L. Considerando que as operações de compensação e liquidação são efectuadas por numerosas instituições concorrentes, como as chamadas contrapartes centrais (CCP – “central counterparties”), os depositários centrais de valores mobiliários (CSD – “central securities depositories”), os depositários centrais internacionais (ICSD – “international central securities depositories”), os fornecedores de serviços de guarda a nível global (“global custodians”) e os fornecedores de serviços de guarda a nível local (“local custodians”),
- M. Considerando que o mercado, na ausência de um enquadramento devidamente adaptado, assegurou a consolidação das entidades que prestam serviços de compensação e liquidação, o que, não obstante, torna indispensável, na hora actual, a elaboração de uma proposta de directiva,
- N. Considerando que o princípio PRIMA (“Place of the Relevant Intermediary Approach” –

princípio segundo o qual o valor mobiliário é tratado como se situasse no país do registo, da conta ou do sistema no qual é detido sob forma escritural), actualmente em debate no âmbito da Convenção de Haia sobre a legislação aplicável aos direitos de propriedade respeitantes a títulos detidos por intermediários, é de molde a atenuar o problema dos conflitos entre normas legislativas,

- O. Considerando que a política de concorrência da UE (artigos 81º, 82º e 86º do Tratado) é aplicável a todas as empresas, incluindo as do sector dos serviços de compensação e liquidação,
- P. Considerando que o BCE (Banco Central Europeu) e o CESR ("Committee of European Securities Regulators" – Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários) iniciaram trabalhos conjuntos no domínio da compensação e liquidação, relacionados com a possível adaptação à União Europeia das "Recomendações relativas aos Sistemas de Liquidação de Títulos"¹ do CPSS ("Committee on Payments and Settlements Systems" – Grupo de Trabalho Conjunto do Comité dos Sistemas de Pagamento e Liquidação dos Bancos Centrais do G10) e da IOSCO ("International Organisation of Securities Commissions" – Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários), e relacionados igualmente com a análise das actividades de compensação das contrapartes centrais e com a revisão do Relatório Giovannini,
1. Congratula-se com a comunicação da Comissão, que considera um primeiro passo indispensável ao desenvolvimento de uma política de compensação e liquidação na União Europeia; é de parecer que a Comissão não deveria cingir-se a meros mecanismos indicativos, devendo, ao invés, propor uma regulamentação clara, susceptível de assegurar a igualdade de tratamento entre os diversos participantes no mercado;
 2. Entende que a presente comunicação constitui apenas uma primeira fase e convida a Comissão a elaborar, em articulação com os seus trabalhos no âmbito da Directiva relativa aos Serviços de Investimento (DSI), uma outra directiva específica sobre, por um lado, os mecanismos de compensação e, por outro lado, sobre a liquidação, definindo normas comuns, nomeadamente em matéria de licenciamento, controlo, liberdade de estabelecimento e de prestação de serviços, e um quadro comum em matéria de infra-estruturas;
 3. Sublinha que o mercado de capitais da UE, para ser competitivo a nível mundial, deve patentear a estabilidade e a liquidez indispensáveis, sendo eficaz, seguro, transparente e portador de uma boa relação custo-eficácia;
 4. Considera que, se os custos de utilização dos sistemas europeus de compensação e liquidação são demasiado elevados, ou se a infra-estrutura não permite realizar as funções desejadas, os participantes no mercado poderão renunciar ao investimento ou recorrer a outros métodos, potencialmente mais arriscados, para garantir a conclusão das suas transacções transfronteiriças;
 5. Faz notar que os excessivos custos transfronteiriços têm de ser eliminados e que é necessário

¹ Relatório da "Task Force" CPSS-IOSCO sobre sistemas de liquidação de títulos.

reduzir ao mínimo os riscos de maior importância, sejam eles de ordem jurídica ou outra, resultantes da ineficácia dos mecanismos de compensação e liquidação, para se criar um mercado dos valores mobiliários realmente integrado na União Europeia; exorta a Comissão a debruçar-se exaustivamente sobre o exemplo americano e a fazer uma avaliação pormenorizada acerca dos seus pontos fortes e das suas fraquezas, para saber se uma arquitectura similar poderia ser implantada na Europa; exorta a Comissão a debruçar-se exaustivamente sobre o exemplo americano e a efectuar uma avaliação pormenorizada dos seus pontos fortes e fracos, para saber se uma arquitectura semelhante poderia ser implantada na Europa;

6. Propõe que os primeiros obstáculos a suprimir sejam os obstáculos técnicos (como a disparidade ao nível dos sistemas informáticos e a adopção do encerramento no próprio dia entre os diversos sistemas) e que sejam tomadas medidas para garantir a interoperabilidade dos sistemas;
7. Convida os participantes no mercado a empenharem-se na eliminação dos obstáculos técnicos e dos obstáculos ligados ao mercado através de uma acção comum eficaz, uma vez que as acções conduzidas pelos participantes no mercado constituem o meio mais poderoso para eliminar tais entraves;
8. considera que, paralelamente à supressão das disparidades técnicas, será necessário eliminar os obstáculos que impedem a realização das operações transfronteiriças imputáveis às diferenças nacionais no plano das disposições legislativas e fiscais que se aplicam aos valores mobiliários;
9. Propõe que a próxima revisão da Directiva 93/22/CEE preveja que os Estados-Membros atribuam às empresas de investimento de outros Estados-Membros o direito de acesso aos sistemas de compensação e liquidação das contrapartes centrais situados no seu território e que esses sistemas fiquem sujeitos aos critérios objectivos, transparentes e harmonizados que são aplicáveis aos participantes locais; propõe a elaboração de uma ficha de informações, que identifique as divergências fundamentais entre as legislações dos Estados-Membros no que toca aos sistemas de compensação e liquidação, a fim orientar os participantes no mercado; considera que a criação de um código dos valores mobiliários poderia ser encarada a longo prazo, embora esta deva ser uma ambição política a longo prazo, já que tal código não constitui um objectivo realizável a curto prazo, devido à necessidade de solucionar as disparidades relativas ao quadro jurídico que regula outras áreas sensíveis, como o direito das sociedades, os direitos de propriedade e a legislação em matéria de insolvência; propõe a criação rápida de um grupo de peritos em valores mobiliários, a fim de estudar em pormenor as questões colocadas pela harmonização das leis relativas aos valores mobiliários no seio da União Europeia e propor soluções para as discrepâncias encontradas;
10. Considera que um outro objectivo deveria consistir na eliminação, quer das distorções da concorrência, quer das diferenças de tratamento entre as entidades que efectuam idênticas operações de compensação e liquidação, e que uma infra-estrutura europeia de compensação e liquidação plenamente integrada supõe que o direito de acesso aos sistemas seja generalizado, transparente, justo e, sobretudo, eficaz;
11. Propõe, para os principais serviços de liquidação, uma fórmula que, na perspectiva jurídica,

deveria ser concebida como um serviço detido pelo utente, gerida segundo as normas de uma estrutura sem fins lucrativos depois de providas as indispensáveis necessidades de funcionamento, de maneira a proporcionar custos mais baixos sem falsear a concorrência, dado que os agentes são, em simultâneo, os principais sustentáculos económicos da própria estrutura; considera que tal fórmula será capaz de favorecer uma redução dos preços, uma melhoria da qualidade dos serviços e um reforço da inovação, permitindo, ao mesmo tempo, que as forças do mercado consolidem a arquitectura existente e salvaguardando a hipótese de o legislador intervir no caso de se verificarem riscos;

12. Propõe que os depositários centrais de valores mobiliários forneçam, de forma exclusiva, serviços de infra-estrutura ao nível da liquidação nacional e transfronteiriça e de depositário central de títulos, enquanto os serviços "de valor acrescentado" deverão ser assegurados por uma estrutura partilhada ou fiscalizada, que permaneça distinta, também de um ponto de vista logístico; propõe que, na gestão dos riscos, estas entidades se cinjam ao risco operacional, com exclusão de todo e qualquer risco bancário, e que sejam organizadas e fiscalizadas, de modo a garantir que o risco de contágio entre as diversas funções seja inexistente; solicita que os outros serviços sejam assegurados de forma claramente independente e submetidos a fiscalização, por forma a evitar distorções da concorrência;
13. Exorta a Comissão a concluir com rapidez o seu inquérito sobre os aspectos ligados à concorrência dos sistemas de compensação e liquidação, a fim de garantir que a política de concorrência da Comunidade seja respeitada neste sector, nas vertentes que dizem respeito às práticas de tarifação discriminatória, de acordos de exclusividade e de tarifação exorbitante;
14. Considera que deveria existir uma cooperação reforçada entre as autoridades de supervisão, para garantir um controlo adequado dos mecanismos de compensação e liquidação, e que as autoridades de vigilância deveriam cooperar com regularidade, segundo um quadro harmonizado, que incluísse as regras de admissão, de controlo e de emissão de passaporte para o livre estabelecimento e a livre prestação de serviços;
15. Congratula-se com o esforço conjunto do BCE e do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários no domínio da compensação e liquidação, exortando ambas as entidades a concluírem os seus trabalhos tão depressa quanto possível e recomendando, simultaneamente, que tanto esta iniciativa, como a iniciativa Giovannini, não dupliquem o trabalho realizado pela Comissão neste sector;
16. Entende que a maneira mais simples de suprimir os obstáculos jurídicos e as discrepâncias de regulamentação entre as entidades que operam nos domínios da compensação e da liquidação consiste, a curto prazo, na elaboração de uma directiva que estabeleça um enquadramento comum para o exercício das actividades de compensação e liquidação (licenciamento, regras de funcionamento, controlo e cooperação entre os supervisores com competência na matéria, emissão de passaportes) e, a longo prazo, na criação de um código de valores mobiliários;
17. Encarrega o seu Presidente de transmitir a presente resolução ao Conselho, à Comissão e aos Parlamentos dos Estados-Membros.

EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS

1. Introdução

Em 28 de Maio de 2002, a Comissão Europeia publicou uma comunicação intitulada *Os mecanismos de compensação e liquidação na União Europeia – Principais problemas e desafios futuros*¹. Esta comunicação da Comissão baseia-se no primeiro Relatório Giovannini², de Novembro de 2001, que identifica os factores de ineficácia nos mecanismos de compensação e liquidação transfronteiriços na União Europeia. A comunicação em apreço põe em evidência os principais problemas e solicita a apresentação de comentários quanto às possíveis orientações políticas da União Europeia.

A compensação e a liquidação são as funções por meio das quais se processa a conclusão de uma transacção de títulos:

- i. **confirmação:** as condições da transacção para o comprador e o vendedor são estabelecidas;
- ii. **compensação:** as obrigações respectivas do comprador e do vendedor são calculadas (quem deve o quê);
- iii. **entrega:** os títulos são transferidos do vendedor para o comprador;
- iv. **pagamento:** o montante da transacção é entregue pelo comprador ao vendedor. A compensação e a liquidação da transacção ficam completas uma vez concluídos a entrega e o pagamento.

A compensação e a liquidação são uma componente essencial de todas as transacções de títulos (de grandes ou pequenos montantes), e são por isso fundamentais para o bom funcionamento dos mercados de títulos integrados (são muitas vezes referidas como o "sistema circulatório" dos mercados financeiros). É essencial controlar eficazmente os riscos potencialmente elevados dos sistemas de compensação e liquidação para garantir a estabilidade do sistema financeiro.

Apesar do aumento da procura de títulos estrangeiros desde a introdução do euro, a infra-estrutura de compensação e liquidação da UE para as transacções transfronteiriças permanece fragmentada. Essa fragmentação implica que os custos das transacções transfronteiriças de títulos são desproporcionalmente elevados em comparação com as transacções nacionais. O relatório Giovannini e a comunicação da Comissão indicam muitos obstáculos à eficiência da compensação e liquidação transfronteiriças, que têm como corolário os custos elevados e as lacunas de funcionamento a que já se aludiu. Para tratar do problema da fragmentação e dos custos elevados, e para garantir o controlo eficaz dos riscos, a Comissão propõe várias acções conjugadas.

- **a supressão dos obstáculos à conclusão de transacções transfronteiras individuais:** como tratar das barreiras técnicas ou impostas pelas práticas do mercado, das barreiras

¹COM (2002) 257.

²http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

ligadas à fiscalidade e das barreiras jurídicas.

- **a eliminação das distorções e das restrições que afectam as infra-estruturas de pós-transacção na UE:** a criação de condições de concorrência equitativas entre os prestadores de serviços de compensação e de liquidação, o desenvolvimento dos direitos de acesso e de escolha e o desenvolvimento de uma abordagem regulamentar comum.

2. Problemas essenciais

As perguntas formuladas pela Comissão Europeia na sua comunicação suscitam vários problemas essenciais.

a) O modelo americano

Por via regulamentar, foi criada nos Estados Unidos a DTCC (*Depository Trust and Clearing Corporation*), que incorpora simultaneamente os sistemas de compensação e de liquidação. Esta estrutura está em nítido contraste com a situação na Europa, onde, por exemplo, existem nada menos de 20 DCVM (depositários centrais de valores mobiliários, que desempenham funções de liquidação). Atendendo à eficiência da DTCC na prestação de serviços de compensação e liquidação com uma boa relação custo-eficácia, a criação de uma infra-estrutura por via regulamentar parece ser uma proposta tentadora. Isto exigiria, porém, uma mudança radical das estruturas actuais na Europa, o que seria problemático, tendo em conta os diferentes enquadramentos legais.

b) Uma estrutura de serviço público de fins não lucrativos

Os serviços de liquidação "de base" devem ser geridos como os serviços de utilidade pública, uma vez que se trata de entidades que prestam serviços de interesse público. Tais serviços "de base" só deveriam ser prestados no quadro de entidades especiais de serviço público, devendo fazer-se, tanto do ponto de vista jurídico, como do ponto de vista logístico, uma separação entre as suas funções comerciais ("serviços de valor acrescentado") e as suas funções não comerciais (serviços "de base"). Os serviços de liquidação "de base" deveriam ser geridos numa perspectiva não lucrativa, por forma a garantir a interoperabilidade e uma aplicação de comissões transparente e vantajosa para os utentes.

c) A criação de condições de concorrência equitativas

Os princípios essenciais a respeitar deveriam incluir o direito de acesso integral e não discriminatório, a aplicação de comissões razoáveis, a prevenção dos comportamentos anticoncorrenciais e a prevenção da exploração de situações de monopólio. Existe um consenso geral sobre a necessidade da eliminação dos factores conducentes à criação de distorções ou desigualdades no tratamento das mesmas actividades. A revisão da directiva dos serviços de investimento (DSI) deveria prever o direito de utilização de CPC/DCVM de outro Estado-Membro.

É reconhecido por muitas das partes interessadas que, como princípio geral, a concorrência no mercado dos serviços de compensação e liquidação é susceptível de estimular a descida dos preços, a subida da qualidade dos serviços e um maior grau de inovação. Observa-se uma

tendência geral para uma maior concorrência entre os diferentes intervenientes no sistema de compensação e liquidação pela prestação de serviços de liquidação e de guarda e de "serviços de valor acrescentado" (como, por exemplo, o empréstimo de títulos).

d) Instrumentos políticos possíveis

O problema dos comportamentos anticoncorrenciais poderia ser tratado através da aplicação rigorosa da política de concorrência em vigor. Por exemplo, muitos chamam a atenção para a necessidade do exame da tendência para a criação de "silos verticais" (acordos exclusivos em que os proprietários de uma plataforma de negociação competitiva são proprietários da CPC/DCVM, e não há, portanto, possibilidade de escolha do sistema que executa o tratamento pós-transacção).

Uma orgânica de administração eficaz permitiria salvaguardar o interesse público dos utilizadores em termos de acesso, de possibilidade de escolha e de interoperabilidade, bem como garantir a boa gestão das entidades, acautelando a estabilidade financeira dos mercados financeiros. A orgânica de administração poderia prever, por exemplo, a constituição de grupos de utilizadores que exerceriam o controlo dos preços e fiscalizariam o cumprimento das promessas de não os aumentar. Este modelo pode ter vantagens sobre o modelo da DTCC, cuja supervisão também é exercida pelos seus utilizadores.

e) Prioridade para a eliminação das barreiras

Vários obstáculos ligados ao mercado, tais como a eliminação das disparidades entre os sistemas informáticos, poderiam ser tratados pelas organizações de mercado. Os participantes no mercado deveriam cooperar para eliminar os obstáculos técnicos, dado que são eles as entidades mais aptas para a resolução desses problemas.

Para a maioria dos interessados, as restrições nacionais à localização dos sistemas de compensação e liquidação e as restrições nacionais à localização dos títulos são as mais prejudiciais de todas as barreiras de carácter jurídico. Poderiam, portanto, ser um alvo prioritário da Comissão. Estes dois tipos de restrições são responsáveis pelo aumento dos custos dos serviços de compensação e liquidação transfronteiriços e parecem proteger os mercados nacionais. As barreiras fiscais serão uma matéria de resolução particularmente difícil, pelo que poderão não ser tratadas como prioritárias, dado que seria difícil os Estados-Membros chegarem a um acordo.

f) Código dos Valores Mobiliários

É geralmente reconhecido que a aplicação do princípio PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*), actualmente em exame pela Convenção de Haia sobre a legislação aplicável aos direitos de propriedade respeitantes a títulos detidos por intermediários, pode atenuar o problema dos conflitos entre normas legislativas.

A instituição de um código uniforme dos valores mobiliários pode afigurar-se um objectivo demasiado ambicioso a curto prazo, uma vez que implicaria um enorme exercício de harmonização, sobre o qual seria difícil os Estados-Membros chegarem a acordo, tendo em conta as ligações da legislação nacional dos valores mobiliários a certas matérias sensíveis,

como os direitos de propriedade, o direito das sociedades e a legislação sobre a insolvência. A instituição de um Código dos Valores Mobiliários pode ser um objectivo a longo prazo, mas não é viável a curto ou a médio prazo.

Dado que a criação de um Código dos Valores Mobiliários é um objectivo a longo prazo, poderia ser elaborada, a médio prazo, uma ficha de informações, que servisse de guia para os participantes no mercado em relação às divergências existentes entre as legislações dos Estados-Membros sobre esta matéria.

g) Coordenação da supervisão

Tendo em conta a potencial consolidação transfronteiriça das actividades de compensação e liquidação, é importante assegurar uma supervisão adequada. As autoridades de supervisão dos Estados-Membros deveriam cooperar sistematicamente, por forma a garantir uma boa gestão dos riscos e a estabilidade do sistema financeiro.