



A DIRECTIVA DOS MERCADOS



António Pereira de Almeida
Professor convidado o ISCTE

A DIRECTIVA DOS MERCADOS

A Directiva nº 2004/39/CE de 21 de Abril – Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) - na sequência de quatro outras Directivas (Abuso de Mercado, Prospectos, OPAs e Transparência), completada pela Directiva 2004/109/CE de 15 de Dezembro e pelo Regulamento nº 1287/2006 de 10 de Agosto, veio alterar substancialmente o sistema e a organização dos mercados financeiros, numa perspectiva liberal, eliminando o conceito clássico de bolsa, como espaço físico, e criando novas formas organizadas de negociação, concorrendo entre elas, num grande mercado financeiro integrado ao nível europeu.

1) Os objectivos da Directiva

Procurou-se, assim, aumentar a liquidez, flexibilizando as regras de negociação e baixando os custos das operações. Mas, torna-se necessário assegurar um grau de harmonização, que garanta a transparência das transacções e a protecção dos investidores, evitando regras discricionárias dos operadores de mercado.

Dada a complexidade do mercado integrado, densificou-se a regulamentação dos serviços de investimento e da consultadoria para investimento, com uma obrigação efectiva de execução das ordens nas melhores condições, evitando-se o conflito de interesses.

Um dos pilares do regime de protecção dos investidores é o da adequação dos instrumentos financeiros ao perfil do cliente (*know your customer*), com a introdução do conceito aconselhamento personalizado.



Para promover o processo global de formação de preços promoveram-se normas comuns para a publicação de informações sobre as transacções e oportunidades de negociação de acções.

Por outro lado, a integração dos mercados financeiros exige a instituição de regras comuns para as empresas de investimento, que passam a dispor de um “passaporte comunitário”, que lhes permite actuar em qualquer Estado, independentemente da origem da sua autorização na Comunidade.

Para facilitar a conclusão de transacções internacionais, faculta-se ainda o acesso das empresas de investimento aos sistemas de compensação e liquidação de toda a Comunidade, independentemente do mercado regulamentado em que as transacções tiverem sido efectuadas.

2) A aplicação da Directiva

A DMIF foi transportada para o direito português pelo Dec. Lei nº 357-A/2007 de 31 de Outubro, que alterou significativamente o CVM.

O art.º 198.º deste diploma passou, assim, a prever as seguintes **formas organizadas de negociação** de instrumentos financeiros:

- a) Mercados regulamentados
- b) Sistemas de negociação multilateral (MTFs)
- c) Internalização sistemática

Desde a entrada em vigor da Directiva, as plataformas de negociação alternativas aos mercados regulamentados multiplicaram-se, possibilitando as transacções pan-europeias.



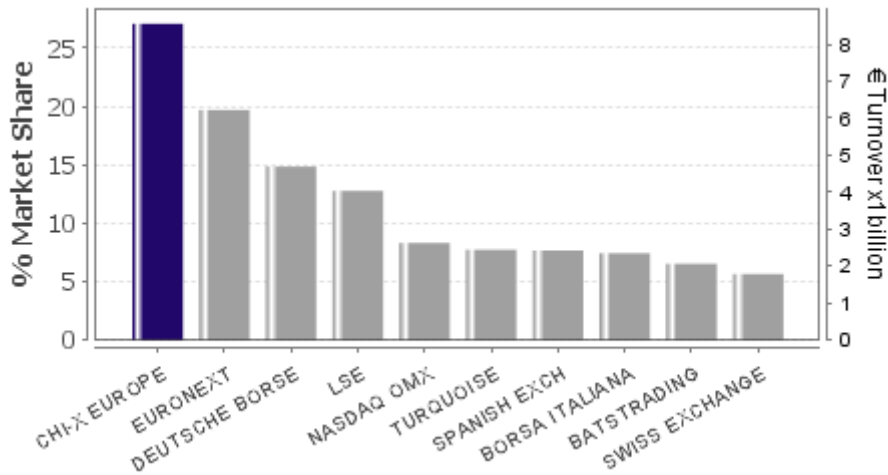
Contudo, dada a crise financeira iniciada em fins de 2007, é difícil avaliar os efeitos da nova regulamentação quanto à liquidez dos mercados, mas a redução dos preços das operações para os investidores finais, sobretudo os não profissionais, parece não se ter confirmado.

Por outro lado, a evolução tecnológica ocorrida após a publicação da Directiva transformou profundamente as formas de execução das ordens, facilitando as transacções algorítmicas e de alta frequência, tornando os mercados mais complexos e fragmentados, o que terá contribuído para uma degradação da transparência e da qualidade de informação, aumentando os custos de acesso à informação, que eram as principais preocupações da Directiva.

Na Europa existem já mais de uma centena de sistemas de negociação multilateral (MTFs) concorrendo com os mercados regulamentados tradicionais¹, dos quais se destaca, pela sua dimensão, o “Chi-X”, que reúne a nata da finança, nomeadamente UBS, Crédit Suisse, Goldman Sachs, BNP Paribas, Instinet, Merrill Lynch, Deutsche Bank.

Estes Sistemas Multilaterais proporcionam maior rapidez nas transacções e menores custos para os participantes, o que lhes permitiu ganhar “quota de mercado” em relação aos mercados regulamentados, como se pode ver do quadro seguinte:

¹ Em Portugal, os Sistemas de Negociação Multilateral são o PEX, gerido pela Opex, o EayNext e o Alternext, geridos pela Euronext Lisbon.



Os MTFs, assim como a Internalização Sistemática, provocaram um desenvolvimento das *dark pools*², que permitem a negociação de grandes blocos de valores mobiliários, sem reporte público, nem da identidade dos ordenantes, nem da quantidade, quer através de *crossing networks*³, quer directamente entre compradores e vendedores.

É certo que os MTFs têm de respeitar requisitos de transparência pré e pós-negociação (art.º 29.º e 30.º da Directiva)⁴. Mas, logo, os art.ºs 29.º, n.ºs 2 e 3, 30.º, n.º 2 e 44.º n.ºs 2 e 3 prevêem derrogações.

Assim, a informação divulgada, por vezes, é tardia e não permite que outros participantes tomem conhecimento oportuno das transacções e da informação dos preços para poderem reagir em tempo real, tanto mais que estas transacções, em grande escala, são frequentemente realizadas internamente, antes da sua eventual divulgação ao mercado.

² A expressão resulta do facto de estas operações serem obnubiladas do público, assim como os seus intervenientes.

³ São Sistemas Alternativos de Negociação (ATS) que combinam electronicamente as ordens de venda e compra, sem prévia revelação ao mercado.

⁴ V. Art.º 200.º, n.º 2 do CVM, por remissão para o art.º 221.º e art.ºs 2.º, 5.º, 6.º e 16.º do Reg. nº 3/2007 da CMVM.



3) A revisão da Directiva

O art.º 65.º da Directiva comete à Comissão a realização de consultas públicas e elaboração de relatórios sobre a aplicação da Directiva e a sua extensão a outros instrumentos financeiros diferentes das acções, estando, neste momento, em estudo novas propostas legislativas de alterações da Directiva e Regulamento.

A ESMA – European Securities and Markets Authority publicou um relatório consolidado (ESMA/2011/224) propondo linhas mestras para as plataformas de negociação, empresas de investimento e autoridades competentes, tendo em conta os desafios dos processos altamente automatizados, nomeadamente as transacções de alta frequência (HTFs).

Não pretendendo ser exaustivo, algumas matérias importam aqui alguma reflexão.

a) A informação disponível

A pulverização dos mercados se, por um lado, contribui para o aumento de liquidez, por outro, dificulta o acesso à informação, tanto para as entidades emitentes, como para os operadores e reguladores, não obstante a enunciação do princípio da transparência.

A transparência pré-negociação faculta aos intervenientes no mercado a escolha das melhores oportunidades de negociação, em cada momento, nas várias plataformas disponíveis.

A Directiva institui um sistema harmonizado de transparência pré-negociação de acções para os Mercados Regulamentados (MRs) e MTFs, (art.ºs 29.º e 44.º), que não é extensivo aos Internalizadores Sistemáticos (IS), mas admite várias excepções, nomeadamente para transacções em grandes blocos – *Large in Scale* (LIS), para evitar impactos no mercado.



Estas derrogações, enunciadas no nº 3 do art.º 29.º estão na origem das *dark pools*, que deveriam estar sujeitas a uma maior regulamentação.

De qualquer forma, importa recordar que uma parte importante das transacções é efectuada fora dos mercados organizados, no seio de instituições financeiras, inclusive através de *crossing networks*, que têm vindo a ganhar uma relevância crescente.

Por outro lado, a multiplicação de plataformas de negociação torna menos acessível e encarece um acesso consolidado à informação post-negociação, existindo, contudo, um consenso em que os dados fornecidos pelas plataformas organizadas são mais fiáveis do que os provenientes de transacções realizadas no seio de instituições financeiras ou IS.

A melhoria da transparência post-negociação deverá constituir uma das principais prioridades da revisão da Directiva, para assegurar um melhor mecanismo de formação dos preços e a verificação do princípio da execução nas melhores condições.

Se bem que a DMIF não preveja derrogações à transparência post-negociação – ao contrário da informação pré-negociação – devendo ser publicitadas todas as transacções efectuadas, incluindo aquelas realizadas no seio das instituições financeiras, a qualidade da informação destas últimas e o tempo e falta de harmonização dos critérios e dados de divulgação, estão na origem das críticas à má qualidade desta informação, para além dos custos de uma informação consolidada.

Assim, a ESMA propõe que a informação das transacções seja divulgadas em tempo real, em princípio inferior a um minuto nos mercados organizados, excepto para as transacções em larga escala, que podem beneficiar dum prazo mais alargado de divulgação.



Por outro lado, tem sido sustentada a necessidade de criação de uma *mandatory consolidated tape* (MCT)⁵, gerida por uma entidade independente, à semelhança do que acontece nos Estados Unidos, que consolida e divulga toda a informação disponível.

b) Melhor concorrência entre os vários mercados organizados

A distinção entre MR e MTF assenta na admissão à negociação, apanágio dos primeiros, com os consequentes pressupostos e obrigações das entidades emitentes, sem prejuízo de um quadro regulamentar harmonizado quanto à execução das ordens. Contudo, existem diferenças organizacionais entre os MTFs geridos por MRs ou por empresas de investimento. A ESMA propõe que, para além dos requisitos organizacionais aplicáveis por força do art.º 13.º, sejam extensíveis a todos os MTFs os requisitos das alíneas a) a c) do art.º 39.º previstos para os MRs.

Os MTFs deverão ainda informar as entidades emitentes das transacções realizadas.

Por outro lado, tendo em atenção a importância crescente dos *crossing networks*, facultados pelas instituições financeiras aos seus clientes, sem sujeição, sequer, às regras dos IS, a CESR propõe um limite do volume de transacções a partir do qual seria obrigatória a transformação em MTF, a fim de garantir o princípio da igualdade de acesso ao mercado e o princípio de transparência das negociações.

Para além disso, as instituições que operam com estes sistemas, deverão notificar a autoridade competente dos detalhes dos sistemas utilizados, da metodologia de negociação e dos procedimentos post-negociação.

⁵ *Consolidated tape* é um sistema electrónico de alta velocidade que reporta permanentemente, em tempo real, os valores e preços das transacções.



Finalmente, há que repensar o interesse da manutenção da figura do IS, dada a sua exígua utilização, revendo o seu regime, que, apesar de tudo, assegura alguma transparência.

c) Transacções de alta frequência

Constata-se uma importância crescente das novas tecnologias no funcionamento dos mercados, nomeadamente as *negociações algorítmicas*, que consistem em transmitir ordens ao mercado por meio de algoritmos programados informaticamente, com a finalidade de proporcionar o melhor preço, com arbitragem entre as várias plataformas disponíveis.

As *transacções de alta frequência*, são uma espécie das transacções algorítmicas, que se baseia numa execução muito rápida, com recurso a potentes computadores, preferencialmente localizados próximo dos mercados alvo.

Ficou célebre o incidente de 6 de Maio de 2010, nos Estados Unidos, que fez baixar inexplicavelmente o índice Dow Jones de mais de 9% numa única sessão. Após alguns meses de investigação os reguladores americanos constataram que a causa estava num algoritmo de um operador do Kansas que tinha gerado automaticamente mais de 60.000 contratos de futuros sobre o índice bolsista, cuja execução automática, sem limite de preço, tinha semeado o “pânico” nos outros computadores super potentes: em 14 segundos foram geradas 27.000 ordens sobre os contratos, precipitando a queda dos índices.

Torna-se, pois, necessária uma regulamentação flexível, que acolha os benefícios das novas tecnologias e se adapte continuamente às novas realidades, sem atentar contra os princípios fundamentais do mercado.



d) Autoridade Central de Regulação

A negociação de instrumentos financeiros num mercado global importa inúmeros riscos, quer operacionais, de crédito e de mercado, quer de comportamentos abusivos, que podem ameaçar as actividades de regulação, de protecção do investidor, de regular funcionamento dos mercados, de eficaz formação dos preços e de estabilidade financeira, os quais são agravados pelos mecanismos sofisticados de transacções de alta frequência.

Um grande mercado europeu integrado exige uma autoridade europeia de regulação disposta de verdadeiros poderes.

Torna-se, pois, necessário reforçar os poderes da ESMA, a fim de assegurar que as regras sejam interpretadas e aplicadas de forma homogénea, de modo a permitir o funcionamento de um verdadeiro mercado integrado, com poderes alargados de fiscalização.

A ESMA deverá ainda dispor de poderes alargados de arbitragem em casos de desacordo entre reguladores nacionais.

e) Harmonização do post-mercado europeu.

A harmonização das infra-estruturas de post-mercado constitui uma componente fundamental da unificação dos mercados financeiros europeus.

Todavia, a DMIF contém uma regulamentação mínima sobre esta matéria, mantendo-se a multiplicação das Câmaras de Compensação, com aumento de custos e sem redução de riscos.

A constituição de uma Câmara de Compensação única na Europa por família de produtos permitiria economias de escala e redução de riscos sistémicos.



A Comissão anunciou a publicação de um instrumento jurídico europeu com vista à harmonização do post-mercado europeu, quer de derivados, quer de mercado a contado.