

EURONEXT — ALGUNS ASPECTOS DE ENQUADRAMENTO E ESTRUTURA JURÍDICA

JOÃO SOARES DA SILVA (*)

I — Quatro tendências recentes das bolsas de valores mobiliários: concorrência transfronteiriça, desmutualização, internacionalização e concentração

1. As bolsas de valores mobiliários têm, nos últimos anos, sido drasticamente afectadas pelos efeitos da liberalização e globalização dos mercados de capitais mundiais, pelos desenvolvimentos tecnológicos que conduziram, nomeadamente, à criação de redes de comunicação electrónica (ECN — *Electronic Communication Networks*), em particular de redes de negociação de instrumentos financeiros através de utilização da *Internet*, pelo aumento do número e intensidade de actuação dos participantes nos mercados — em particular, instituições financeiras, grandes investidores institucionais, empresas de investimento e outros intermediários financeiros — de que resulta uma cada vez maior mobilidade de capitais, maior participação internacional em mercados locais e aumento exponencial da concorrência entre mercados.

2. Designadamente no que se refere à Europa, o aparecimento do euro como moeda única de um importante conjunto de economias — com a conseqüente eliminação do risco cambial — de novos instrumentos financeiros e de novas plataformas de negociação, contribuiu também para um

(*) Advogado, sócio de Miguel Galvão Teles, João Soares da Silva & Associados. Dada a velocíssima evolução do tema em análise, importa precisar que a presente conferência teve lugar em 16 de Abril de 2002.

acréscimo significativo dos fluxos de capital e do investimento transfronteiriço.

Para além disso, as instituições financeiras, empresas de investimento e intermediários financeiros, constituem um número cada vez mais concentrado de grandes instituições com cada vez maiores volumes de recursos e procuram constantemente estratégias de diversificação e optimização dos seus investimentos, orientados para a procura de meios de melhorar o chamado *price discovery* (processo de determinação pelos *traders* do melhor preço por que podem vender ou comprar valores mobiliários), para aumentos de *performance* das respectivas carteiras e para a obtenção de melhores condições de execução das transacções, maior liquidez e custos mais reduzidos, o que as leva a, cada vez mais, empreender estratégias de negociação transfronteiriça em diferentes mercados à volta do mundo, incluindo negociação fora das bolsas tradicionais e por vezes directamente entre si, fora de qualquer mercado organizado.

3. Também as empresas, por seu turno, têm vindo a procurar cada vez mais assegurar para si próprias um acesso diversificado aos maiores *pools* de capitais a nível global, procurando muitas vezes, ainda, estabelecer presença e aumentar visibilidade em mercados externos através do *listing* dos seus valores mobiliários nas bolsas doutros mercados. É um caso, aliás, conhecido em algumas das principais empresas portuguesas, hoje com valores mobiliários cotados, por exemplo, na *New York Stock Exchange (NYSE)*, sendo certo que, noutros casos, a admissão ao *listing* em mercados externos está associada também a um objectivo ligado ao movimento internacional de *mergers & acquisitions*, procurando-se a admissão à cotação como forma de facilitar ofertas públicas de troca ou outras estruturas de fusões e aquisições.

E igualmente deve ser referido o aumento, nos últimos anos, do volume de pequenas transacções pelos chamados investidores de retalho, os quais, em conexão com o desenvolvimento da *Internet* têm procurado, com redobrada intensidade e volume crescentes alcançar execução rápida e custos reduzidos de transacções sobre valores mobiliários.

4. A evolução referida implicou, por um lado, o enfraquecimento progressivo das características e significado nacional das bolsas tradicionais, e, por outro, a necessidade generalizada de enfrentar uma concorrência cada vez mais intensa.

Colocadas perante estes desafios, as bolsas têm reagido de diferentes formas, simultânea ou sucessivamente. Assim, temos assistido, designadamente:

- a) Por um lado, à adopção, por muitas bolsas, de iniciativas para promover custos de transacção mais reduzidos, oferta de maior leque e de maior integração de produtos e serviços, promoção de maior liquidez e acréscimo de transparência e ao efectuar de cada vez mais significativos investimentos em tecnologia, de modo a poder aumentar as economias de escala e os volumes e eficiência das transacções, garantindo simultaneamente a qualidade das plataformas de negociação, com vista a proporcionar melhor serviço e custos de transacção mais baixos;
- b) Por outro lado, a múltiplas outras iniciativas de cariz já estrutural, como a desmutualização, a fusão de mercados a contado e de derivados, a participação mais activa em segmentos a jusante do negócio, com as actividades de *clearing* e *settlement*, a privatização, a oferta pública do seu próprio capital, as alianças, o estabelecimento de laços tecnológicos e de cooperação com outras bolsas e mesmo a fusão entre si.

5. Como é sabido, assistimos à sucessão e combinação de um bom número destas iniciativas nas bolsas portuguesas. Em 2000, poucos anos após a passagem das bolsas da propriedade do Estado para uma fórmula associativa, procedeu-se, com efeito, à unificação das associações de bolsa de Lisboa e Porto com simultânea transformação em sociedade comercial gestora de mercados, tendo também sido desenvolvidos os mercados de derivados, alargados os leques de produtos financeiros (com alguns exemplos de claro sucesso, como o do mercado de *warrants*), manteve-se e reforçou-se um nível considerável de investimento tecnológico (designadamente no que concerne ao sistema de negociação NSC, o mesmo da bolsa de Paris, o que viria a facilitar a integração no EURONEXT), algumas alianças e acordos de cooperação foram estabelecidos (caso do acordo de *cross trading* com o mercado de derivados espanhol MEEF) e, finalmente — com um *timing* e capacidade de iniciativa assinaláveis — operou-se a recente integração no EURONEXT, que aqui directamente nos ocupa.

Noutros países, passos formalmente similares têm sido levados a cabo num quadro de propósitos eventualmente distinto. É o caso de Espanha, onde, em Fevereiro deste ano de 2002, se acaba de proceder à

concentração nacional dos mercados através da criação de uma *holding* que aglutinou, não apenas as quatro bolsas espanholas, como o mercado de citrinos de Valência, os sistemas de liquidação, o mercado de rendimento fixo e o de futuros. Esta concentração nacional, todavia, efectuou-se sem divulgação de quaisquer intenções ou objectivos de eficiência, continuando cada mercado a operar de forma independente, antes assinalando os analistas que se tratou, essencialmente, de um movimento de cariz defensivo, visando conferir ao mercado de valores mobiliários espanhol uma massa crítica acrescida capaz de lhe proporcionar um melhor posicionamento e maior peso negocial no tabuleiro da concentração internacional onde o mercado espanhol está empenhado. Ou seja, parece assistir-se aqui a um passo de concentração *intramuros* sem objectivos próprios e subordinada ao mais eficaz desenvolvimento de um processo de consolidação *cross border*, designadamente o respeitante à aproximação da bolsa de Madrid às suas congéneres de Frankfurt e Milão, a que adiante aludiremos.

6. Outro aspecto frequente é o da desmutualização ou transformação de bolsas tradicionalmente de cariz público ou natureza associativa (ou, nalguns países, com características de *self regulatory organisations*) em *for-profit organisations*, designadamente sociedades comerciais, operando e prestando serviços com escopo lucrativo e susceptíveis de virem a transformar-se elas próprias em sociedades abertas, de virem a fazer apelo a capitais do público e, inclusivamente, de, por si ou no contexto de fusões e aquisições, virem a tornar-se agentes ou alvos de processos de consolidação internacional.

Este tipo de transformação ocorreu, conforme já referido, no mercado português com a criação e posterior fusão e transformação em sociedade anónima das antigas associações das bolsas de valores de Lisboa e Porto e ocorreu também, entre muitos outros, no final da década de 90, nas bolsas de valores de Paris, Amesterdão e Bruxelas, facilitando o papel que viriam a desempenhar na génese do EURONEXT.

Outras importantes desmutualizações foram ainda, por exemplo, a da *London Stock Exchange* (1986) e as do *NASDAQ* e *New York Stock Exchange* (ambas em 2000) ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Interessa notar que a desmutualização nem é processo instantâneo nem medida isolada. Em declaração feita há poucos dias (*Financial Times*, 10-04-02) o CEO da

Trata-se, aliás, em si mesmo, de um aspecto assaz interessante e cheio de implicações jurídicas, como seja toda a problemática ligada ao exercício por entidades privadas, organizadas agora sob padrões de direito societário, de funções públicas ou de interesse público — o que verifico ser objecto autónomo de outra comunicação no âmbito deste curso.

É significativo, nomeadamente, notar que, por vezes, à alteração de natureza vem imediata ou subseqüentemente adicionar-se um acentuar de separação de funções e transferência de poderes para outras instituições públicas, como sucedeu com as competências em matérias de *listing* das sociedades cotadas na *London Stock Exchange*, que foram transferidas da própria LSE, que detinha as funções de *UK Listing Authority*, para a *Financial Services Authority*, no decurso de 2000, após a transformação da LSE em *private limited company* em 1986 e em paralelo com a decisão de abertura ao público e cotação do seu capital, tomada no mesmo ano de 2000 e concretizada já em 2001 ⁽²⁾.

NASDAQ, Wick Simmons, apontava ainda, no segundo ano após a desmutualização, que “*we are in the midst of a conversion of our culture from a burocratic, utility-like one to that of a for-profit public company*”, sendo essa conversão factor crítico na consideração de um possível futuro *listing* de acções do NASDAQ. Simultaneamente, acrescentava que o NASDAQ espera assinar um acordo de fusão com uma bolsa europeia no decorrer do próximo ano.

⁽²⁾ Associam-se, por vezes, ainda, nem sempre com rigor, outros fenómenos a este movimento de desmutualização. Por exemplo, discutiu-se a questão de saber se a transformação das bolsas em sociedades lucrativas, trazendo consigo o fim de algumas regras que uma sociedade privada deixa de poder impor (como o chamado *retail requirement*, obrigação de as pequenas transacções serem feitas em bolsa) contribui para o avolumar da tendência para a chamada “*internalização*”.

A *internalização*, ou seja, a tendência para os grandes bancos e intermediários financeiros chamarem a si o cruzamento, no seu interior, de ordens de compra e de venda dos seus clientes, com vista a subtrair esse negócio e as respectivas margens às bolsas, criando autênticos livros de ordens internos, invisíveis para o mercado é tema que sai fora do âmbito desta conferência — e que tem sido discutido de forma muito acesa, em particular no contexto dos trabalhos de revisão da Directiva de Serviços Financeiros —, suscitando delicadas questões de desigualdade, de transparência, de potenciais conflitos de interesses, e de indisponibilidade de informação generalizada *pre-trade* e *post-trade* pelos investidores, pondo em causa a eficiência e a transparência dos mecanismos de formação de preços e gerando fragmentação dos mercados.

Da perspectiva que aqui nos interessa (a da relação do fenómeno de *internalização* com o de desmutualização das bolsas) parece de assinalar que nem se trata de uma questão nova (a *internalização* é, em si mesma, co-natural a mercados de tipo *quote driven*, onde a colocação de *quotes* por grandes participantes tem subjacente por vezes livros de ordens internas, como sucedia no NASDAQ e na *London Stock Exchange* até finais da década de 90,

7. Finalmente, mas em clara articulação com tudo o resto, tem-se assistido a um poderoso movimento de consolidação internacional entre bolsas de valores. Para citar alguns dos que mais estreitamente se relacionam com os mercados europeus, podem elencar-se:

- a) Como movimento de particular alcance e dimensão, embora não sucedido, a planeada fusão entre a *Deutsche Börse* e a *London Stock Exchange* destinada a formar o *IX — International Exchanges, plc*, projecto que viria a ser abandonado em Setembro de 2000, em parte por oposição de membros do mercado respectivo e em parte também por força de OPA hostil lançada sobre a *London Stock Exchange* pela operadora da bolsa sueca *OM Gruppen*, OPA que viria igualmente a não ter sucesso;
- b) A criação, em Setembro de 1998, pela *Deutsche Terminbörse* (sociedade dependente da *Deutsche Börse*) e pela bolsa de derivados suíça, do *EUREX*, plataforma electrónica de negociação e liquidação de futuros e opções (que viria por sua vez depois estabelecer alianças com o *Chicago Board of Trade* e com a bolsa de derivados de Helsínquia);
- c) Em articulação com a anterior, a muito recente oferta, em Março de 2002, da *Deutsche Börse* para aquisição da *Cedel International*, com sede no Luxemburgo, incluindo a participação de 50% por esta detida na *Clearstream International* (em que a *Deutsche Börse* já detinha os restantes 50%), juntando à *EUREX*, acima referida — sob a égide comum da *Deutsche Börse* — uma das únicas duas plataformas europeias de compensação e liquidação verdadeiramente internacionais (sendo a outra o *Euroclear*), aquisição que encerra um ciclo de contactos múltiplos desenvolvidos sem sucesso desde o final da década de 90 pela *Cedel* com outros agentes (entre as quais a *Sicovam* francesa, hoje integrada no *EURONEXT*) para constituição de uma *European Clearing House*;

quando, precisamente foram reformadas para centralização de ordens, tendo um livro central de ordens sido criado em 1998 na LSE), nem parece ter relação necessária com a transformação da natureza jurídica das gestoras das bolsas, mas apenas com a repartição de funções entre estes e os poderes públicos.

Em França, por exemplo, o *retail requirement* manteve-se mesmo após a desmutualização da bolsa de Paris, por ser regra imposta não por esta mas pela *Commission d'Opérations de Bourse*.

- d) Embora no campo ainda das hipóteses, as negociações noticiadas, apesar de não oficialmente confirmadas, para o estabelecimento de um protocolo de unificação dos sistemas de negociação das bolsas de Frankfurt, Milão e Madrid — de novo sob a influência principal da *Deutsche Börse* — em cujo capital, que se encontra cotado, poderiam entrar accionistas membros do mercado espanhol e milanês;
- e) A aquisição, em Março de 2001, pelo *NASDAQ* norte-americano da maioria do capital do *EASDAQ*, um mercado pan-europeu focado em valores tecnológicos, fundado em 1996, precisamente segundo o modelo *NASDAQ* e que agora foi redenominado *NASDAQ EUROPE* ^(2-a) (aquisição que se segue à activa presença do *NASDAQ* em processos de alianças internacionais, especialmente com mercados centrados em valores tecnológicos, como, por exemplo, os acordos com Hong Kong e a formação do *NASDAQ Japan* com a *Osaka Stock Exchange*, agora já, em Março de 2002, em processo de fusão com o mercado *over-the-counter* japonês *JASDAQ*);
- f) A criação, por impulso do *New York Stock Exchange (NYSE)*, do *Global Equity Market (GEM)*, aliança internacional de mercados a contado entre dez bolsas mundiais (entre as quais o *EURONEXT*), cujo objectivo é o de estabelecimento de um processo de negociação electrónico de *blue chips* 24 horas por dia em todas as bolsas aderentes;
- g) A formação pelo *Chicago Mercantile Exchange* com seis outras bolsas (incluindo o *EURONEXT Paris*), de uma aliança designada *GLOBEX*, cujo propósito é permitir aos respectivos membros a negociação de produtos de cada um dos outros;
- h) A criação, em Junho de 2001, do *VIRT-X*, resultante da cooperação entre a *Tradepoint Financial Networks* e a *SWX Swiss Exchange*, combinando o mercado de *blue chips* da *Tradepoint* (especialmente dirigido à negociação directa entre institucionais) com o sistema *EBS* do *SWX* com vista à criação de um mercado pan-europeu integrado.

^(2-a) Por ter sede na Bélgica, o *NASDAQ Europe* fica sujeito à supervisão da *Belgium Market Authority*, *Belgium Banking and Finance Commission* e *Belgium Finance Minister*.

8. Em suma, trata-se de um movimento vertiginoso e multifacetado.

Em Novembro de 2000, pouco após a criação do EURONEXT, o relatório inicial do chamado *Comité Lamfalussy* dizia que os serviços da bolsa de valores se haviam tornado um negócio como qualquer outro, sujeito a intensa concorrência globalizada, perante o qual o risco de a Europa deixar de ser competitiva é grande. Sem subscrever talvez inteiramente a afirmação de “*um negócio como qualquer outro*”, não deixaria de reconhecer que ela é sem dúvida expressiva quanto ao sentido geral das modificações profundas e aceleradíssimas que se produziram ⁽³⁾.

9. Muitos dos aspectos acima focados são *expressis verbis* invocados pelo EURONEXT em dois dos principais documentos públicos emitidos a propósito de marcos basilares da sua curta existência: o *Shareholders' Circular*”, de 7 de Agosto de 2000, dirigido aos accionistas das bolsas de Paris, Amesterdão e Bruxelas aquando da “fusão” constitutiva do EURO-NEXT, que veio a ter lugar em 20 de Setembro seguinte, e o prospecto da *Initial Public Offering* (IPO) das acções da EURONEXT, datado de 5 de Julho de 2001.

O objecto central desta reflexão é precisamente a consideração do contexto e modelo estrutural escolhido para a criação e desenvolvimento do EURONEXT.

Antes, porém, duas notas se justificarão.

10. A primeira nota tem a ver com a **dimensão**, quantitativa e qualitativa, do projecto EURONEXT, pioneiro em vários aspectos à escala mundial, mas sobretudo com clara vocação liderante no âmbito europeu.

Nos mercados europeus, com efeito, pode talvez simplifcadamente dizer-se que predominam hoje (coexistindo com mercados puramente nacionais, mercados regionais, como os escandinavos, produto de uma fusão liderada pelo OM Gruppen sueco, ou outros mercados de ambição pan-europeia ou internacional como o Nasdaq Europe) três actores prin-

⁽³⁾ *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* Brussels, 9 Novembro 2000. Diz-se aí, a pág. 81: “*Provision of trading infrastructure services is now a business like any other. Such services are exposed to international competition through a number of powerful financial marketplaces in an increasingly globally integrated 24 hour trading environment. The competition from, and incursion of, third country trading systems on the European market is likely to develop. The European securities industry will need to respond to remain competitive*”.

cipais, dois dos quais com ritmo muito dinâmico de iniciativa e concretização de movimentos de concentração e reforma — o EURONEXT e a Deutsche Börse — e o terceiro, gigante tradicional — a London Stock Exchange — em situação porventura algo adormecida e menos definida, sobretudo após o fracasso do seu projecto de fusão, a experiência de uma OPA hostil, uma agitada reestruturação e alteração de liderança internas, o insucesso (aliás, partilhado com a Deutsche Börse) na corrida à aquisição do importante mercado de derivados inglês LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange), que acaba de ser adquirido precisamente pelo EURONEXT, em Janeiro de 2002.

A dimensão relativa destes agentes pode, por exemplo, ver-se nos quatro indicadores seguintes:

- a) No que concerne ao volume de transacções em acções em livro de ordens central, com referência a 31 de Dezembro de 2001, a *London Stock Exchange* liderava (4.797.720 milhões de euros), seguida pelo EURONEXT (com 3.563.182 milhões de euros) e pela *Deutsche Börse* (1.611.030 milhões de euros);
- b) No que respeita à capitalização bolsista no mercado de acções, também com referência a 31 de Dezembro de 2001, liderava também a *London Stock Exchange* (2.441.105 milhões de euros) ocupando o EURONEXT de novo o segundo lugar (2.070.467 milhões de euros), seguido da *Deutsche Börse* (1.203.681 milhões de euros);
- c) Relativamente ao número de empresas cotadas, com referência a 31 de Dezembro de 2000, era ainda liderante a *London Stock Exchange* (2.929 empresas), e segundo o EURONEXT (1.653 empresas), seguido pela *Deutsche Börse* (989 empresas);
- d) Por último, e no relativo a transacções de futuros e opções, com referência ao período entre Janeiro e Agosto de 2001, a liderança é do Eurex (423.654 mil contratos), sendo destacadamente segundo o EURONEXT (210.881 mil contratos), sobretudo após ter adquirido o terceiro, a LIFFE (129.660 mil contratos), perfazendo, pois, 340.541 contratos, aparecendo seguidamente o *OM Gruppen* (Suécia) com 39.317 mil contratos.

Verifica-se, pois, que o EURONEXT ocupa com destacada diferença o segundo lugar europeu em volume de transacções em livro de ordens central, em capitalização bolsista, em número de empresas cotadas e em transacções de futuros e opções (aqui já em conjunto com a recém adquirida LIFFE).

11. A segunda nota respeita a **oportunidade**.

Há que sublinhar, com efeito, a escolha do momento de lançamento do projecto EURONEXT (pouco após o falhado projecto IX), que se dá em antecipação, como adiante referiremos, ao grau de evolução porventura recomendável ou desejável das condições reguladoras, mas dando clara prevalência à rapidez de resposta às condições de mercado e a uma aposta na capacidade de induzir cooperação e modificação reguladora.

Mas deve registar-se também — para nós, talvez sobretudo — o assinalável sentido de oportunidade, agilidade e rapidez com que a BVLP, ao negociar a sua integração no EURONEXT logo a seguir aos membros fundadores e escassos seis meses após a fundação, soube garantir para si própria um lugar na primeira linha do processo internacional de consolidação dos mercados bolsistas.

A BVLP, com efeito, não deixou degradar a sua posição competitiva de gestora de um mercado de reduzida dimensão e liquidez como o português, assumindo um protagonismo superior ao de mercados com maior dimensão, garantindo uma vantagem patrimonial unanimemente reconhecida para os seus accionistas e assegurando um peso institucional — traduzido, nomeadamente, numa paridade absoluta no órgão de administração do EURONEXT em relação aos membros fundadores — muito considerável.

Trata-se, aliás, de uma decisão que prossegue toda uma linha de clareza e oportunidade das diversas fases de reestruturação de arquitectura legislativa e regulamentar operada ao longo da década de 90 — da desestatização à desmutualização, da quase total dependência ao reforço de margens de autoregulação controlada.

E é também uma iniciativa que — pelas peculiares características que o projecto e o seu enquadramento revestem — vem também a trazer para um lugar ainda mais destacado e co-liderante do processo de reforma regulatória à escala europeia o regulador português, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

12. Passemos, então, ao contexto de regulação e supervisão em que surge o EURONEXT, o que justificará já uma secção autónoma.

II — O contexto regulador

13. Nos bastidores do fracassado projecto de fusão da *Deutsche Börse* com a *London Stock Exchange* referiu-se frequentemente, embora sem

assunção oficial pelas partes intervenientes, que, para além dos factores já acima aludidos (divergências internas quanto ao modelo, e cruzamento de OPA hostil) esteve também decisivamente na origem do fracasso a incapacidade de lidar com as consequências, no plano regulador, derivadas de um enquadramento como o encontrado na União Europeia.

Importa, pois, fazer aqui uma alusão aos contornos principais do enquadramento regulador, designadamente na União Europeia, e ao posicionamento que, perante ele, o projecto EURONEXT decidiu adoptar.

A) A regulamentação inicial e a Directiva de Serviços de Investimento

14. Desde 1977 que o direito comunitário se tem orientado sempre para um mesmo objectivo — a integração dos mercados de valores mobiliários dos Estados membros — sendo a mais antiga norma de direito comunitário dos mercados de valores a Recomendação 77/534/CEE, da Comissão, de 25 de Julho de 1977, que contém o Código Europeu relativo às transacções de valores mobiliários.

15. Pedra angular e marco decisivo para a prossecução do objectivo de integração dos mercados foi a Directiva 93/22/CEE, do Conselho, de 10 de Maio de 1993 (conhecida como Directiva de Serviços de Investimento ou DSI), posteriormente modificada pela Directiva 95/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de Junho de 1995, e pela Directiva 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março de 1997, e seguida de directivas complementares ⁽⁴⁾, adoptadas com o objectivo de liberalizar o acesso às bolsas de valores e mercados de instrumentos financeiros dos Estados membros de acolhimento às empresas de investimento autorizadas a prestar os serviços correspondentes no Estado membro de origem.

O objectivo da DSI de garantir o direito à liberdade de estabelecimento e livre prestação de serviços no âmbito das empresas de investimento teve como reflexo imediato a introdução de uma licença única comunitária

⁽⁴⁾ Directiva 93/6/CE, do Conselho, de 15 de Março de 1993, sobre adequação do capital das empresas de investimento e instituições de crédito, modificada pela Directiva 98/31/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Junho de 1988, e pela Directiva 98/33/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Junho de 1998, harmonizando os requisitos do capital necessário das empresas de investimento.

ria, usualmente referida como “*passaporte comunitário*” para que possam actuar à escala europeia com base no mecanismo do reconhecimento mútuo. Ou seja, tal como já antes sucedera com o sector bancário e segurador, e exprimindo uma filosofia e modelo comuns adoptados pela Comissão desde 1985 para a prossecução do mercado interno ⁽⁵⁾ a DSI optou pela renúncia a uma harmonização total e pela busca da liberalização através do reconhecimento mútuo, por todas as legislações nacionais, da competência da autoridade do país de origem ⁽⁶⁾.

No modelo da DSI, o princípio do reconhecimento único acarreta, por um lado, que as empresas de investimento possam operar no Estado de acolhimento sempre que autorizadas no país de origem sem que aquele possa submeter o exercício da actividade a uma nova autorização ou medida equivalente e, por outro, que continuem submetidas às autoridade e regulamentação das autoridades do Estado de origem — aparecendo estes requisitos conjugados com alguma harmonização de requisitos mínimos de autorização e supervisão pelo Estado de origem, e regras de prevenção de fraude na escolha individual de um país de origem orientada por condições menos exigentes de aprovação.

No entanto, **dois grandes grupos de excepções** são consagrados na DSI quanto ao princípio da atribuição da responsabilidade do controlo às autoridades do país de origem:

- (i) por um lado, a previsão de que possa aplicar-se a legislação do Estado de acolhimento por razões de “*interesse geral*”; e
- (ii) por outro lado, em matéria de “*normas de conduta*”, e independentemente de se tratar de regime de liberdade de estabelecimento ou de livre prestação de serviços, a expressa previsão, pelo artigo 11.º, n.º 2, é que “*sem prejuízo das decisões a tomar no âmbito de uma harmonização das normas de conduta, a aplicação e o controlo da sua observância continua a ser da competência do Estado membro em que é prestado o serviço*” (estando as normas de conduta sujeitas a certos princípios de harmonização mínimos em que avulta a obrigação de dis-

⁽⁵⁾ Cfr. O Livro Branco do Conselho das Comunidades europeias sobre “*A concretização do mercado único*”, de 1995.

⁽⁶⁾ Estes aspectos são sublinhados por ENRIQUE FERNÁNDEZ MASÍÀ, *Prestación Transfronteriza de Servicios de Inversión y Normas de Conducta Aplicables*, in *Revista de Derecho Bancário y Bursátil*, n.º 84, pág. 85 segs., que seguimos de perto.

tinguir entre “investidores profissionais” e pequenos investidores).

Estas disposições foram transpostas e reguladas por parte das autoridades dos Estados-membros de modo muito diferente, acabando toda a zona das “normas de conduta” por constituir, na prática, um obstáculo ao exercício das liberdades de estabelecimento e prestação de serviços que a DSI visou consagrar, dando origem a delicados conflitos de leis e de competências e a um emaranhado normativo, no seio do qual não é fácil deslindar, em múltiplos casos, as competências das autoridades do Estado de origem e as do Estado de acolhimento (7).

B) O Plano de Acção dos Serviços Financeiros

16. O conjunto formado pela Directiva do Serviço de Investimento, precedida e seguida por outros instrumentos comunitários (8) tendo repre-

(7) Esta conclusão é posta em evidência por E. MASIÀ, *ob. cit.*, p. 105 e segs.

(8) Directiva 79/279/CEE, do Conselho, de 5 de Março de 1979, relativa à coordenação das condições de admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores (JOCE, n.º L 66, de 16 de Março de 1979); Directiva 80/390/CEE, do Conselho, de 27 de Março de 1980, relativa à coordenação das condições de conteúdo, de controlo e de difusão do prospecto a ser publicado para a admissão à cotação oficial de valores mobiliários numa bolsa de valores (JOCE, n.º L 100, de 17 de Abril de 1980); Directiva 94/18/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 30 de Maio de 1994, que modifica a Directiva 80/390/CEE, no que se refere à obrigação de publicar o prospecto (JOCE n.º L 135, de 31 de Maio de 1994); Directiva 82/148/CEE, do Conselho, de 3 de Março de 1982, que modifica a Directiva 79/279/CEE e a Directiva 80/390/CEE (JOCE n.º L 62, de 5 de Março de 1982); Directiva 85/611/CEE, do Conselho, de 20 de Dezembro de 1985, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) (JOCE n.º L 375, de 31 de Dezembro de 1985); Directiva 87/345/CEE, do Conselho, de 22 de Junho de 1987, que altera a Directiva 80/390/CEE (JOCE n.º L 185, de 4 de Julho de 1987); Directiva 88/220/CEE, do Conselho, de 22 de Março de 1988, que modifica a Directiva 85/611/CEE relativamente à política de investimento de determinados OICVM (JOCE n.º L 100, de 19 de Abril de 1988); Directiva 88/361/CEE, do Conselho, de 24 de Junho de 1988, para a execução do art.º 67 do Tratado CEE (JOCE n.º L 178, de 8 de Julho de 1988); Directiva 88/627/CEE, do Conselho, de 12 de Dezembro de 1988, relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação importante numa sociedade cotada na bolsa (JOCE n.º L 348, de 17 de Dezembro de 1988); Directiva 89/298/CEE, do Conselho, de 17 de Abril de 1989, que coordena as condições de estabelecimento, controlo e difusão do prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários (JOCE n.º L 124, de 5 de Maio de 1989); Directiva 89/592 /CEE, do Conselho,

sentado, como se disse, um passo decisivo no caminho para a integração dos mercados europeus de valores mobiliários, ficou longe, pois, de um patamar satisfatório de harmonização para permitir falar de uma integração dos mercados de valores na União Europeia.

Assim, na sequência de solicitação do Conselho Europeu de Viena, em Dezembro de 1998, a Comissão Europeia elaborou e publicou o chamado *Plano de Acção dos Serviços Financeiros* (PASF), objecto de comunicação da Comissão Europeia de 11 de Maio de 1999 ⁽⁹⁾.

No relatório do PASF — e no que mais directamente respeita aos mercados de valores mobiliários — a Comissão começa por assinalar que *“O euro constitui o catalizador da modernização dos mercados europeus de valores mobiliários e de produtos derivados, impulsionada pelas forças de mercado. É já visível uma profunda evolução da organização das praças financeiras da União, nomeadamente ao nível das relações entre as diversas bolsas e a consolidação dos sistemas de pagamento e de liquidação de títulos”*.

Assinala depois a Comissão os já acima referidos limites da DSI, que considera serem de recolocar em causa, e, após enunciar a emergência de novas questões regulamentares, assinala — aspecto que aqui nos interessa particularmente realçar —, agora já no capítulo do relatório intitulado *“Estrutura da Supervisão Adequada”*:

“O processo de convergência progressiva dos requisitos regulamentares liderado pela UE tem sido apoiado por um sistema alargado de memorandos de acordos bilaterais informais entre autoridades de supervisão financeira. Este sistema proporcionou regras práticas e meios pragmáticos comuns para transpor e aplicar as directivas da UE relativas ao mercado único dos serviços financeiros.”

de 13 de Novembro de 1989, sobre coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados (JOCE n.º L 334, de 18 de Novembro de 1989); Directiva 90/211/CEE, do Conselho, de 23 de Abril de 1990, que altera a Directiva 80/390/CEE no que respeita ao reconhecimento mútuo dos prospectos de oferta pública com prospectos de admissão à cotação oficial numa bolsa de valores (JOCE n.º 112, de 3 de Maio de 1990); Directiva 97/9/CE, de 3 de Março de 1997, relativa aos sistemas de indemnização aos investidores (JOCE n.º L 84, de 26 de Abril de 1997); 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 pagamento e de liquidação dos valores mobiliários (JOCE n.º L 166, de 11 de Junho de 1998).

⁽⁹⁾ Comunicação da Comissão de 11 de Maio de 1999 sobre Aplicação de um Enquadramento para os Mercados Financeiros: Plano de Acção [COM (1999) 232 final].

O PASF aborda depois “a forma como é desenvolvida a legislação relativa aos serviços financeiros”, que “denota uma lentidão exasperante”, sublinhando já a necessidade de “possível aceleração dos procedimentos de co-decisão previstos no artigo 251.º do tratado”.

Cumprе assinalar, ainda, que, anteriormente ao PASF, já tinha sido publicada uma importante medida relativa ao funcionamento dos mercados de valores mobiliários: a Directiva 98/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, sobre o carácter definitivo da liquidação nos sistemas de liquidação dos valores mobiliários ⁽¹⁰⁾.

17. No Conselho Europeu de Lisboa realizado em Março de 2000 foi erigido em grande objectivo político a transformação em realidade do PASF até 2005 ⁽¹¹⁾.

Em consequência, os Ministros da Economia e Finanças da União Europeia (ECOFIN) deliberaram, em 17 de Julho de 2000, a criação de um “Comité de Sábios” que veio a ficar conhecido pelo nome do seu presidente, Alexander LAMFALUSSY.

Nos “termos de referência” do mandato conferido, salientava o ECOFIN a necessidade de alcançar um mercado único de valores mobiliários e o Comité Lamfalussy era encarregado de fazer o “follow up” do PASF, avaliando as condições práticas de adopção de legislação comunitária e das condições de transposição e desenvolvimento, bem como as práticas de regulação e cooperação entre as autoridades por elas responsáveis.

Uma das tarefas concretas — directamente relacionada com o que aqui nos ocupa — era, precisamente, “avaliar a forma como o mecanismo

⁽¹⁰⁾ Esta Directiva, que veio reforçar a segurança dos mecanismos de liquidação das transacções de valores mobiliários, designadamente pondo-os ao abrigo da falência dos participantes, foi prontamente transposta para o direito português, no que à liquidação dos valores mobiliários diz respeito, pelo actual Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro — cfr. cap. V e, em especial, art. 283.º, que estabelece que a abertura de processo de falência de participante no sistema de liquidação (considerando como tal a decisão de declaração de falência ou decisão equivalente, e não a instrução do respectivo processo) não tem efeitos retroactivos sobre os respectivos direitos e obrigações que afectem a irrevogabilidade da ordem de transferência, a sua oponibilidade a terceiros ou o carácter definitivo da compensação, dentro de certos requisitos. A transposição foi, depois, completada pelo Decreto-Lei n.º 221/2000, de 9 de Setembro.

⁽¹¹⁾ O subsequente Conselho Europeu de Estocolmo, de Março de 2001, estabeleceu o objectivo de que, como passo prévio à plena realização do PASF em 2005, se possa alcançar um mercado integral de valores mobiliários no final do ano de 2003.

de regulação dos mercados de valores mobiliários na União Europeia pode melhor responder aos desenvolvimentos em curso nos mercados de valores mobiliários, incluindo a criação de mercados resultantes quer de alianças entre bolsas europeias (e não europeias) quer de inovação tecnológica (ATS), garantindo ainda uma efectiva e dinâmica operação dos mercados na União Europeia para alcançar um campo de actuação nivelado”.

18. Era neste estado, pois — publicação do PASF, sua adopção como objectivo político prioritário e nomeação do Comité Lamfalussy — que se encontrava o pano de fundo legislativo e regulador comunitário existente em meados de 2000, quando as bolsas de Paris, Amsterdão e Bruxelas decidiram a criação da EURONEXT NV e a sua utilização como sociedade veículo da concentração das três bolsas.

Antes de voltar a essa criação, vejamos um pouco a evolução do contexto regulador subsequente ao PASF.

C) O Relatório Lamfalussy

19. Cumprindo o mandato recebido do ECOFIN, o Comité Lamfalussy apresentou, em Novembro de 2000, o seu relatório inicial, seguido do relatório final em Fevereiro de 2001.

O relatório inicial do Comité Lamfalussy dividia-se em quatro grandes capítulos, três de análise e diagnóstico e o quarto de conclusões e propostas de actuação.

No primeiro capítulo, sumariam-se os benefícios que pode trazer um mercado de capitais integrado à escala europeia: (i) melhoria da alocação do capital na economia europeia (mercados maiores e mais eficientes e profundos, menores custos de transmissão e maior liquidez; sistema financeiro mais diversificado e inovador e melhores oportunidades de *pools* de risco); (ii) mais eficiente canalização da poupança europeia para o investimento e (iii) reforço da economia europeia em resultado de se tornar em destino atractivo para a poupança interna.

O segundo capítulo — que toca mais de perto a matéria que aqui nos ocupa — analisa a situação e perspectivas dos mercados de capitais na Europa, identificando cinco tendências:

- (i) *Um crescimento significativo do negócio de valores mobiliários (salientando-se, por exemplo, que o volume de transacções de*

- acções nos mercados europeus tem crescido a taxas de 30% ao ano e o de obrigações de empresas cresceu 58% em 1999, com o montante médio por emissão a duplicar);
- (ii) *Uma internacionalização dos mercados bolsistas* (onde se frisa, designadamente, que os horizontes de investimento dos fundos e dos investidores privados estão a ficar mais europeus e que as bolsas e novos tipos de plataformas estão a competir transfronteiriçamente por ordens e — aspecto particularmente relevante — cada vez mais dependentes de estruturas consolidadas de *clearing* e *central counterparty*);
 - (iii) *Um aumento da concorrência entre bolsas tradicionais e novos sistemas de negociação* (sublinhando que o carácter tradicional das bolsas de valores de monopólios nacionais se está a esbater pela concorrência entre elas e com novos sistemas de negociação, sendo que nos Estados Unidos os *Alternative Trading Systems* (ATS) já tinham então captado 30% do negócio do NASDAQ e 5% do da NYSE e que na Europa já existiam mais de 20 ATS);
 - (iv) *Uma crescente pressão para consolidação dos sistemas de clearing e settlement* (referindo que os custos de *settlement* na Europa para operações internacionais são dez vezes maiores do que os do sistema centralizado americano do *US Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) ⁽¹²⁾ e que se estima em 1 bilião de euros a poupança que poderia acarretar uma única estrutura centralizada europeia de *settlement* e aludindo ao debate em curso sobre se é preferível um modelo “horizontal” com um *netting* multilateral através de uma contraparte central única europeia — que poderia ser uma “*public utility*” detida pelos

⁽¹²⁾ Este aspecto é contestado nas observações do EURONEXT de 9 de Fevereiro de 2001 ao relatório inicial Lamfalussy, salientando o Euronext que há uma série de diferenças relativamente aos EUA, que não devem ser ignoradas, como por exemplo (i) o DTCC não cobre *clearing* de derivados, estando a integração do *clearing* de derivados e de operações a contado bastante mais avançada na Europa. A ligação entre mercados de derivados e centrais de liquidação é extremamente forte dado o papel do depositário da central de liquidação que é crucial para o *design* dos produtos derivados; (ii) a ligação funcional entre os mercados e a contraparte central é igualmente mais forte na Europa para a negociação de *equity* tendo em conta o *market model* mais avançado, baseado em livros de ordens centrais electrónicos anónimos e sistemas correspondentes, que ainda são marginais nos EUA.

próprios participantes do mercado, como o DTCC americano — ou um modelo “vertical”, em que múltiplos *Central Securities Depositories* (CSD) coexistiriam com uma rede de interconexões bilaterais (que poderiam ascender a 650, entre as 26 estruturas de *settlement* existentes na Europa) estabelecidas entre elas ⁽¹³⁾;

- (v) *A crescente volatilidade de preços dos activos financeiros* (em parte ligada à negociação transfronteiriça em tempo real e à comunicabilidade dos mercados, incluindo a influência dos mercados OTC de derivados).

Seguidamente, no terceiro capítulo, aborda as principais insuficiências da regulação europeia, baseada numa harmonização mínima e no princípio do reconhecimento mútuo, com inexistência de um padrão único de supervisão — sendo que o aspecto crucial da cooperação entre reguladores para operações *cross border* está muito insuficientemente tratado

No quarto capítulo, por seu turno, o relatório inicial Lamfalussy, após aludir ao avanço que representou a criação em 1997 do FESCO ⁽¹⁴⁾, e a publicação em 1999 do PASF, vem a propor a selecção, de entre os objetivos do PASF, de algumas prioridades.

20. Estas prioridades foram ajustadas e condensadas no relatório final, que propõe as seguintes seis medidas prioritárias, para adopção antes de 2003:

- (i) Criação de um passaporte único para emitentes, com um sistema de registo de referência (*shelf registration*) obrigatório;
- (ii) Modernização dos requisitos de admissão à cotação, e introdução de uma clara distinção entre admissão à cotação e admissão à negociação;

⁽¹³⁾ É um debate fulcral, ainda hoje não concluído, sendo que, como o relatório assinala, a predominância na UE ainda vai para “silos” verticais de negociação, compensação e liquidação.

Uma abordagem contrária é, por exemplo, a do NASDAQ EUROPE, que anuncia pretender a criação de um “*user-controlled European central counterparty*”, que estabeleceria depois um acordo operacional com a DTCC norte-americana.

⁽¹⁴⁾ *Forum of Exchange Securities Commissions*.

- (iii) Generalização do princípio do Estado membro de origem (reconhecimento mútuo), incluindo uma definição clara de investidor profissional;
- (iv) Modernização e expansão de regras de investimento para fundos de investimento e de pensões;
- (v) Adopção de normas contabilísticas internacionais (*international accounting standards*);
- (vi) Criação de um passaporte único para bolsas de valores reconhecidas (na base do princípio do controlo pelo Estado membro de origem).

21. No relatório final, datado de 15 de Fevereiro de 2001, o Comité Lamfalussy retoma e confronta as conclusões iniciais com comentários e opiniões recebidos, sendo, designadamente, de notar a atenção dada às questões de *clearing* e *settlement* para as quais, embora devendo continuar afectas ao sector privado, o comité recomenda seja considerada a necessidade ou não de estabelecimento de um enquadramento regulador em face das questões de interesse público envolvidas ⁽¹⁵⁾.

E reafirma e sintetiza também aquela que ficou como a sua mais famosa contribuição, o chamado “*Lamfalussy 4 level regulatory approach*”, segundo o qual a reforma do quadro regulador comunitário — qualificado como “*muito lento, rígido, complexo e mal adaptado*” — deveria ser levada a cabo numa arquitectura regulamentar organizada em **4 níveis**:

Nível 1: Princípios legislativos fundamentais e orientadores, a serem decididos pelo normal processo de co-decisão (i.e, proposta pela Comissão ao Conselho de Ministros/Parlamento Europeu para co-decisão);

Nível 2: Estabelecimento de dois novos comités — um Comité de Valores Mobiliários (*European Securities Committee — ESC*)

⁽¹⁵⁾ Neste ponto, o Comité recomenda a articulação com os estudos do chamado Giovannini Group, grupo de participantes no mercado que assessoria a Comissão Europeia e que estava precisamente a estudar as questões de *clearing* e *settlement*.

Em entrevista muito recente (*Wall Street Journal*, de 21 de Fevereiro de 2002) o Presidente do ESCR, também presidente da nova autoridade de supervisão do mercado holandês (*Netherlands Authority for Financial Markets*), Arthur Docters van Leeuwen, adopta uma posição claramente pró-regulação, pondo ênfase no estabelecimento de *standards* de regulação para o *clearing* e *settlement*, referindo a necessidade de assegurar a concorrência e a escolha e anunciando a criação de um grupo de trabalho com o Banco Central Europeu.

e um Comité das Entidades de Supervisão de Valores Mobiliários (*Committee of European Securities Regulators — CESR*), num formato semelhante ao do FESCO, para assistir a Comissão na determinação do modelo de execução e desenvolvimento dos princípios do nível 1;

Nível 3: Desenvolvimento da cooperação e ligação entre as entidades reguladoras de valores mobiliários da UE para assegurar uma coerente e equivalente transposição dos níveis 1 e 2 (padrões comuns de implantação);

Nível 4: Imposição (*enforcement*) reforçada, com acção mais vigorosa da Comissão para a aplicação da legislação comunitária, com desenvolvimento da cooperação entre Estados Membros, respectivos reguladores e o sector privado.

22. O programa de reformas Lamfalussy, orientado precisamente para acelerar e agilizar processualmente as mudanças de que a legislação comunitária carecia, acabou por se revelar um infeliz exemplo das dificuldades que visava combater.

Assim, embora aprovado, com algum entusiasmo, no Conselho Europeu de Estocolmo, em Março de 2001, veio a suscitar intensa polémica no seio do Parlamento Europeu, onde lhe foram apontadas vivas reservas — de resto, muito sérias e fundadas no cerne mesmo da raiz democrática do processo de decisão da União Europeia — sobre se — e como — permitiria respeitar, ou não viria antes subverter, a natureza co-decisória do processo legislativo, através dos mecanismos de adopção de regulação secundária no chamado “Nível 2” sem garantias bastantes de que não se ultrapassava as fronteiras orientadoras co-definidas no “Nível 1” entre o Conselho e o Parlamento Europeu ⁽¹⁶⁾, e sem uma definição clara destas próprias fronteiras.

No decurso desta polémica, aliás, verificou-se também, em 4 de Julho de 2001, a clamorosa derrota pelo Parlamento Europeu do último projecto de 13.^a Directiva sobre OPA's, mesmo depois de um compromisso ter sido obtido uns dias antes, em 6 de Junho, em sede de conciliação.

⁽¹⁶⁾ Discutiu-se, designadamente, se os poderes atribuídos ao *European Securities Committee* não esvaziariam as competências da Comissão e se ao Parlamento deveria ser reconhecido um mecanismo de “*call back*” sobre medidas adoptadas pelos comités de que o Parlamento discordasse (mecanismo que, por seu turno, se arguiria, em contraposição, não estar previsto no processo de co-decisão).

E só muito recentemente, já em Fevereiro deste ano de 2002 — um ano após o relatório final Lamfalussy e passados dois anos sobre o Conselho Europeu de Lisboa — veio a ser alcançada a aprovação do programa Lamfalussy pelo Parlamento Europeu.

É cedo, ainda, para ajuizar se essa aprovação — obtida na base de uma declaração política da Comissão perante o Parlamento em que, nomeadamente, se comprometia a “*ter na máxima conta*” (“*taking the utmost account*”), em termos que sugerem porventura precaridade — apresentará ou não a necessária solidez.

23. Como quer que seja, deve assinalar-se que alguns progressos importantes foram feitos.

Assim, algumas importantes Directivas foram entretanto aprovadas ⁽¹⁷⁾.

(17) É o caso, entre diversas outras, da Directiva 2001/34/EC, do Conselho e do Parlamento, adoptada em 28 de Maio de 2001, sobre admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e informação a publicar sobre esses valores, que veio codificar e substituir quatro Directivas anteriores, relativas ao mercado de valores (Directivas 79/279/CEE, 80/390/CEE, 82/121/CEE e 88/627/CEE), bem como das Directivas seguintes: Directiva 2001/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de Setembro de 2001, que altera as Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE e 86/635/CEE relativamente às regras de valorimetria aplicáveis às contas anuais e consolidadas de certas formas de sociedades, bem como dos bancos e de outras instituições financeiras; Directiva 2001/86/CE, do Conselho, de 8 de Outubro de 2001, que completa o estatuto da sociedade europeia no que respeita ao envolvimento dos trabalhadores; Directiva 2001/107/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002, que altera a Directiva 85/611/CEE, do Conselho, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) com vista a regulamentar as sociedades de gestão e os prospectos simplificados; Directiva 2001/108/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002, que altera a Directiva 85/611/CEE, do Conselho, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), no que diz respeito aos investimentos em OICVM; Directiva 2001/17/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Março de 2001, relativa ao saneamento e à liquidação das empresas de seguros; Directiva 2001/24/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Abril de 2001, relativa ao saneamento e à liquidação das instituições de crédito; Directiva 2000/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Setembro de 2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica e ao seu exercício, bem como à sua supervisão prudencial; Directiva 2001/97/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Dezembro de 2001, que altera a Directiva 91/308/CEE, do Conselho, relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais; Directiva 2002/12/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Março de 2002, que altera a Directiva 79/267/CEE, do Con-

Em 30 de Maio de 2001 — já na esteira do “*Lamfalussy approach*” — a Comissão Europeia apresentou também duas importantes propostas de Directiva, uma sobre abuso de mercado (nomeadamente combate ao *insider trading* e manipulação de mercado) e outra sobre o “*passaporte único dos emitentes*”, que simplifica grandemente o sistema de reconhecimento mútuo de prospectos, introduzindo um sistema de simples notificação e um novo modelo de prospecto (adoptando o chamado modelo de “*shelf registration*” nos termos do qual o prospecto é composto por um documento informativo permanente, actualizado anualmente, e uma “*securities note*” contendo a descrição dos valores mobiliários emitidos, acompanhada de uma “*summary note*” com os elementos essenciais dos dois anteriores e dos factores de risco) introduzindo um conceito comum de oferta pública e impondo novos padrões de divulgação de informação ⁽¹⁸⁾.

selho, relativamente aos requisitos em matéria de margem de solvência aplicáveis às empresas de seguro de vida; Directiva 2002/13/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Março de 2002, que altera a Directiva 73/239/CEE, do Conselho, relativamente aos requisitos em matéria de margem de solvência aplicáveis às empresas de seguro não vida; Directiva 2000/64/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de Novembro de 2000, que altera as Directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE e 93/22/CEE, do Conselho, no que se refere à troca de informações com países terceiros.

⁽¹⁸⁾ As principais características desta Directiva sobre prospectos, tal como sumariadas pela Comissão Europeia são: (i) definição de condições claras para ofertas públicas e para admissão à negociação de valores mobiliários; (ii) harmonização das definições essenciais para evitar a existência de lacunas e abordagens divergentes, de modo a assegurar um campo de actuação nivelado na Europa; (iii) introdução de parâmetros de informação mais elevados, em linha com os *standards* internacionais, tais como os indicados pela *International Organization of Securities Commission* (IOSCO), para as ofertas públicas de valores mobiliários e admissão à negociação, que tornem mais fácil a emitentes da União Europeia oferecer os seus valores mobiliários em Estados que não integrem a União Europeia, nomeadamente nos Estados Unidos; (iv) introdução de um sistema de registo documental para emitentes cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação em mercados regulamentados, de modo a assegurar actualização anual de informação-chave relativa àqueles emitentes; (v) concentração de responsabilidades na autoridade competente do Estado de origem; e (vi) “passaporte único” — possibilidade de oferecer ou admitir valores mobiliários à negociação na base de uma simples notificação do prospecto aprovado pela autoridade competente do Estado de origem.

A Comissão Europeia referiu pretender ainda, após consulta dos representantes do *Securities Committee*, adoptar directrizes técnicas e implantar medidas nas seguintes áreas: (i) adaptação e actualização de definições e isenções; (ii) definição de *standards* de informação específicos para prospectos de acordo com os *standards* internacionais emitidos pela IOSCO para as ofertas transfronteiriças e para as admissões à cotação primárias;

E, por decisão de 6 de Junho de 2001, a Comissão criou formalmente os dois comités previstos no relatório Lamfalussy:

- a) O *European Securities Committee* (ESC), com funções regulamentares [de Comité Regulador nos termos do artigo 202.º do Tratado];
- b) O *European Securities Regulators Committee* (ESRC), com funções consultivas, incumbido de estudar e preparar propostas de medidas a submeter à Comissão e por esta canalizada para votação pelo ESC, com vista à adopção final pela Comissão das medidas votadas.

24. Concluído este excursão panorâmico sobre o estado do contexto regulador, importa abordar então a criação do EURONEXT (ocorrida, conforme referido, num momento em que tinha sido divulgado o Plano de Acção dos Serviços Financeiros, e se preparavam os passos nele previstos, e antes ainda dos relatórios do Comité Lamfalussy) que naturalmente não podia deixar de ter em conta os acima sumariados enquadramentos económico, por um lado, e regulador, por outro.

III — A criação do Euronext e as suas opções de estrutura

25. Em 1999, as bolsas de Paris (*Société de Bourses Françaises — SBF*), Amesterdão (AEX) e Bruxelas (*Société de la Bourse des Valeurs de Bruxelles — SBX*) encontravam-se envolvidas com outras cinco bolsas europeias na chamada “*European Exchange Alliance*”, que visava estabelecer um mecanismo de negociação para “*blue chips*” em cada uma das bolsas envolvidas.

No entanto, a SBF, a AEX e a SBX vieram a decidir optar por um vínculo mais estreito e de maior alcance, justificado por quatro ordens de considerações estratégicas:

- a) As tendências do mercado (sobretudo após a DSI e o euro) para uma maior internacionalização e integração, maior liquidez e menos custos;

(iii) definição de regras técnicas detalhadas e directrizes em questões como a da publicação de prospectos, publicidade, aprovação de prospectos e reconhecimento de prospectos submetidos por emitentes de terceiros Estados.

- b) O facto de as três bolsas terem (serem as únicas a ter) estruturas de *clearing* capazes de garantir as transacções na respectiva bolsa e de compensar transacções para fins de liquidação — tanto para o mercado a contado como para o de derivados — que se mostravam susceptíveis de serem integradas;
- c) O facto de as três bolsas operarem mercados a contado com estruturas semelhantes, designadamente mercados do tipo *order-driven* centralizados;
- d) A crença na possibilidade de economias de escala, especialmente nas áreas de negociação e *clearing*.

26. Do cruzamento destes vectores estratégicos com os factores de enquadramento já referidos resultou um **modelo de estrutura inicial** do EURONEXT em que se poderão identificar as seguintes linhas principais:

- 1.º *Manutenção da pluralidade de bolsas nacionais como tal, bem como das sociedades gestoras respectivas (com manutenção, também, da pluralidade de mercados nacionais, regulamentados e não regulamentados, geridos por cada sociedade gestora);*
- 2.º *Integração das bolsas pela via accionista, através de constituição de uma holding (EURONEXT N.V.) que se tornou detentora da totalidade do capital de cada uma das diferentes sociedades gestoras;*
- 3.º *Adopção estatutária de um modelo societário dualista na sociedade holding EURONEXT, N.V., com um Supervisory Board renovável por co-optação e um órgão de administração (integrado nesta fase por representantes de cada uma das sociedades gestoras) sujeito à regra da unanimidade;*
- 4.º *Adopção de uma estrutura de gestão totalmente integrada ao nível da holding, com um comando único, organizado por linhas de negócio funcionais, para todas as bolsas abrangidas;*
- 5.º *Criação progressiva de um modelo comum de mercado nas diversas bolsas nacionais, com utilização maximizada das possibilidades técnicas, dentro do contexto regulamentar, para criação de*

- uma plataforma única de negociação automatizada, tanto para o mercado a contado como para o mercado de derivados, baseada num único livro central de ordens e sujeita a um “Rule Book” comum;*
- 6.º Adopção de regras de organização e marketing para os valores admitidos, designadamente através da adopção de classificações sectoriais e industriais generalizadas e da criação de índices próprios do EURONEXT (sem prejuízo da manutenção dos índices nacionais);*
 - 7.º Coexistência inicial de regras de admissão à cotação (listing) diferentes para cada uma das bolsas nacionais, coincidindo inicialmente o listing com a admissão à negociação, mas com subsequente introdução da distinção entre admissão à cotação e admissão à negociação (passando então o local de listing a determinar o “entry point” de cada emitente no sistema integrado de negociação e as regras de supervisão a que está subjectivamente sujeito) e harmonização progressiva dos critérios da decisão de listing pelas várias bolsas;*
 - 8.º Adopção de um modelo vertical progressivamente integrado de compensação (clearing e netting), através de um banco subsidiário, o ClearNet, combinando um livro de ordens central com um sistema de contraparte central e respectiva garantia para todas as transacções a contado e de derivados (e ambição, ainda, de prestação de serviços de clearing a terceiros);*
 - 9.º Eleição de um prestador de serviços externo preferencial para a actividade de settlement — o Euroclear — com reforço dos laços através da transmissão para o Euroclear das diversas estruturas de liquidação nacionais do EURONEXT e de cross-shareholding (aquisição pela Euroclear de 20% do capital da Clearnet e tomada de posição do EURONEXT no Euroclear);*
 - 10.º Finalmente — e no que se refere ao ponto crucial dos aspectos reguladores e matérias estruturais a eles ligadas — evolução gradualista e flexível, na base do princípio da procura de harmonização e evolução regulamentada por consenso entre as auto-*

ridades de supervisão com jurisdição sobre as subsidiárias nacionais do EURONEXT, enquadrada por Memorandum of Understanding, de 20 de Março de 2001, ao qual aderiu formalmente a CMVM portuguesa em 14 de Março de 2002 (não se conhecendo ainda adesão da autoridade de supervisão do LIFFE).

Vejamos, pois, mais de perto alguns dos aspectos ligados a estas linhas estruturais.

27. As duas primeiras notas de estrutura enunciadas têm **carácter intersocietário**, e origem também reguladora.

Quer, com efeito, no plano do direito das sociedades ⁽¹⁹⁾ quer no das sociedades gestoras de mercados regulamentados, onde a legislação é eminentemente nacional, não era viável equacionar uma fusão em sentido jurídico próprio entre as bolsas fundadoras de Paris, Amesterdão e Bruxelas.

A solução jurídica decidida para o processo de integração (a que de modo impróprio se chamou “fusão”) foi, pois, a da concentração do capital social de cada uma das sociedades gestoras numa *holding* constituída para o efeito — a EURONEXT N.V., sociedade *holding* de direito holandês, constituída em 20 de Julho de 2000 com o objectivo único de ser a sociedade de topo do grupo que se visava constituir.

A concentração seguiu dois modelos distintos, um adoptado para sociedades de bolsa francesa e belga e outro adoptado para a bolsa holandesa.

Quanto à SBF e BXS, a integração foi concretizada por aumento de capital em espécie do EURONEXT N.V. (oferta de troca), através da transmissão para a EURONEXT N.V. de acções da SBF e BXS detidas pelos respectivos accionistas por substituição do correspondente número de acções EURONEXT N.V.

Em 22 de Setembro de 2000 — data da “fusão” criadora da EURONEXT — os accionistas da SBF e BXS subscreveram aumento do capital social da EURONEXT N.V. realizando as respectivas entradas em espécie com as acções que detinham no capital social daquelas sociedades,

⁽¹⁹⁾ A alteração da 10.^a Directiva sobre sociedades de modo a permitir a estas a fusão transfronteiriça é, aliás, uma medida ainda não concretizada, que consta do PASF.

em resultado do que os accionistas da SBF passaram a deter 60% do capital social da EURONEXT N.V. e os accionistas da BXS passaram a deter 8% da EURONEXT N.V., vindo a EURONEXT N.V. a tornar-se accionista única da SBF e da BXS.

No que se refere à Amsterdam Exchanges N.V. (AEX), a integração foi concretizada através de uma fusão tripartida de direito holandês entre três sociedades holandesas.

Em 21 de Setembro de 2000 a assembleia geral da AEX deliberou aprovar a fusão tripartida entre a AEX, a EURONEXT Amsterdam, N.V. (sociedade totalmente detida pela EURONEXT N.V.) e a EURONEXT N.V., em resultado da qual (i) todos os direitos e obrigações da AEX foram transmitidos para a EURONEXT Amsterdam, N.V.; (ii) a AEX foi extinta por incorporação na EURONEXT Amsterdam, N.V.; (iii) os accionistas da AEX tornaram-se accionistas da EURONEXT N.V. (e não accionistas da EURONEXT Amsterdam, N.V.); e (iv) os accionistas da AEX passaram a deter 32% da EURONEXT N.V.

28. Após a fundação, dois modelos distintos foram também já usados:

Relativamente à BVLP, foi adoptado procedimento similar ao seguindo na SBF e BXS, tendo sido deliberado aumento de capital da EURONEXT N.V. e feita oferta aos accionistas da BVLP de transmissão das acções por si detidas para realização de subscrição de acções da EURONEXT N.V. a emitir, sendo ainda a oferta parcialmente integrada por contrapartida em dinheiro.

O aumento de capital e emissão das acções EURONEXT a entregar aos accionistas da BVLP foi efectuado em 6 de Fevereiro de 2002, tendo em resultado desta operação — e da adesão máxima dos accionistas da BVLP — os accionistas da BVLP passado a deter cerca de 4% do capital social da EURONEXT N.V. e tendo-se esta tornado accionista única da BVLP.

Deve referir-se que, para concretização da integração da BVLP se tornou necessária prévia revisão do regime jurídico das sociedades gestoras de mercados regulamentados (SGMR), efectuada pelo Decreto-Lei n.º 8-D/2002, de 15 de Janeiro, e bem assim a subsequente autorização do Ministro das Finanças (à qual as aquisições de participações qualificadas em SGMR passaram a ficar sujeitas).

Já a integração da LIFFE no EURONEXT resultou de oferta pública de aquisição lançada pela EURONEXT, com contrapartida integralmente em dinheiro, apoiada pelo respectivo órgão de administração. A oferta veio a

ser lançada em 12 de Novembro de 2001 e concretizada em Janeiro de 2002.

29. Conforme se referiu, à pluralidade de sociedades gestoras detidas pela EURONEXT continua hoje a corresponder uma pluralidade, dentro de cada uma, de mercados nacionais. Assim:

- a) mantêm-se os mercados operados pela EURONEXT Paris. A EURONEXT Paris opera quatro mercados: (i) a SBF — *Bourse de Paris*, que inclui o Primeiro Mercado e o Segundo Mercado, (ii) o *Nouveau Marché*; e dois mercados de derivados: (iii) o MONEP e (iv) o MATIF. A EURONEXT Paris opera ainda um mercado não-regulamentado: o *Marché Libre*;
- b) mantêm-se os mercados operados pela EURONEXT Amsterdam, que incluem a bolsa de valores mobiliários operada pela EURONEXT Amsterdam Stock Markets, N.V., a bolsa de derivados operada pela EURONEXT Amsterdam Derivative Markets, N.V., a bolsa de derivados *commodity-based* operada pela EURONEXT Amsterdam Commodity Markets, N.V., e a Dutch Trading Platform que, tal como um mercado não-regulamentado, está disponível para a negociação de valores mobiliários não cotados;
- c) mantêm-se os cinco mercados em Bruxelas operados pela EURONEXT Brussels. A EURONEXT Brussels opera quatro mercados de valores mobiliários: (i) o *Premier Marché/Eerste Markt* (ii) o *Second Marché/Tweede Markt* (iii) o *Nouveau Marché/Nieuwe Markt* e (iv) a *Belgian Trading Platform*; e um mercado de derivados, denominado *Belfox*. A EURONEXT Brussels gere ainda um mercado não-regulamentado de leilão público;
- d) mantêm-se também os mercados operados pela EURONEXT Lisboa. A EURONEXT Lisboa opera quatro mercados regulamentados a contado (o Mercado de Cotações Oficiais, o Segundo Mercado, o Novo Mercado e o Mercado Especial de Operações por Grosso), um mercado de derivados regulamentado e um mercado não-regulamentado (Mercado Sem Cotações);
- e) mantêm-se também o *London International Financial Futures and Options Exchange* operado pela LIFFE (Holdings) Plc.

30. A terceira e quarta notas de estrutura são, por seu turno, de carácter **intrasocietário**, mas também de grande relevância.

Porventura sem que isso lhe fosse imposto ⁽²⁰⁾, a EURONEXT, N.V., constituída na Holanda sob a égide do direito holandês, escolheu adoptar o chamado *structuur regime*, segundo o qual, designadamente:

- a) Os membros do próprio *Supervisory Board* são eleitos por co-optação, com certos limites ⁽²¹⁾;
- b) O *Supervisory Board* nomeia todos os membros do *Management Board*;
- c) A aprovação das contas anuais e a aprovação de certas decisões do *Management Board* são também da competência do *Supervisory Board*.

Por outro lado, o *Management Board* do EURONEXT — que, nesta fase, integra um membro que representa cada um dos mercados abrangidos, incluindo agora a BVLP e o LIFFE — delibera segundo os estatutos com sujeição a unanimidade, podendo, em caso de impasse, a matéria ser submetida ao *Supervisory Board* para parecer.

A estrutura de gestão do EURONEXT é ainda integrada por responsáveis de linhas funcionais de negócio, de modo a estabelecer uma linha de comando unificada para cada uma dessas áreas para todas as subsidiárias nacionais abrangidas.

É, pois, uma estrutura de gestão marcadamente coesa, unificada e centralizada, comandada por um órgão de administração, onde um representante do mercado português tem assento paritário e direito de veto.

31. As quinta e sexta notas de estrutura têm a ver essencialmente com o **modelo de mercado**.

Para o mercado a contado, o EURONEXT baseia-se no sistema NSC, detido por uma *joint venture* em que participa (ATOS-EURONEXT) e que é um dos sistemas mais modernos e avançados à escala mundial, sendo usado por 13 outras bolsas mundiais para além das integrantes do EURONEXT.

⁽²⁰⁾ Na Holanda o *structuur regime* é obrigatório para grandes sociedades que excedam certos parâmetros, mas há a possibilidade de isenção, nomeadamente para sociedades com maioria de trabalhadores no estrangeiro, como seria o caso da Euronext, N.V.

⁽²¹⁾ Está anunciada uma possível reforma da lei holandesa, para, no *structurs regime*, reconduzir a eleição dos membros do *Supervisory Board* à assembleia geral de accionistas e reforçar o papel destes noutros domínios.

O modelo de mercado do EURONEXT (implantado primeiro em Paris e Bruxelas e em Amsterdão só um ano após a fusão, em Outubro de 2001) conjugado com as regras de negociação, é um mercado do tipo *order-driven* com um livro de ordens único para cada valor mobiliário, capaz de “casar” automaticamente vários tipos de ordens e de assegurar:

- (i) o total anonimato das ordens e das transacções;
- (ii) uma negociação em contínuo, com verificação automática das ordens logo que recolhidas face ao livro de ordens e subsequente execução imediata (ou registo de pendência);
- (iii) um sistema de negociação por chamada, consistente no estabelecimento de um preço único num momento determinado em que as ordens de compra e venda são registadas e executadas;
- (iv) o envolvimento de criadores de liquidez (*market makers*), sempre que requerido;
- (vi) a possibilidade de concluir grandes transacções, tais como os chamados *block trades* fora do livro central de ordens mas com grau elevado de transparência.

Por seu turno, e quanto ao *market model* para o mercado de derivados, está divulgado pelo EURONEXT o projecto de adopção do sistema LIFFE CONNECT do LIFFE como sistema de negociação único, maximizando as sinergias decorrentes da aquisição do LIFFE.

No mercado a contado, o EURONEXT adoptou o padrão internacional de classificação dos valores mobiliários segundo o *FTSE Global Classification System* e para reforçar a visibilidade e atractividade das empresas cotadas, organizou índices próprios, como o EURONEXT 100 e o Next 150 (onde já estão incluídas empresas portuguesas), para além de manter os índices nacionais de cada bolsa.

Está também, prevista a manutenção de segmentos de mercado que melhore as condições de atractividade de certos tipos de empresas, designadamente as de pequena e média capitalização (por ex., *Next Economy*, para empresas de elevada tecnologia).

A sujeição do mercado a um “*Rule Book*” comum merece uma referência particular.

De facto, actualmente o *Rule Book* de cada um dos mercados a contado das bolsas integradas fundadoras (Paris, Amesterdão e Bruxelas) é ainda dividido em duas partes, o chamado *Rule Book I* (ou “*Harmonized Market Rule Book*”) que contém as regras de mercado já harmonizadas entre aque-

les três mercados e que se aplicam a todos eles igualmente e o *Rule Book II* (ou “*Country-Specific Market Rule Book*”) que cobre todos aqueles aspectos e regras ainda pendentes de harmonização e que, conseqüentemente, se aplica apenas ao mercado nacional a que o *Rule Book II* respeita.

O projecto do EURONEXT é o de harmonizar progressivamente as regras do *Rule Book I*, o que depende, naturalmente, dos reguladores respectivos.

No mercado português estará ainda em preparação a adaptação ao *Rule Book I*. E nos mercados de derivados não foi também ainda adoptado um livro de regras único, continuando os diversos mercados nacionais de derivados a ser regidos pelas normas locais de cada um.

A capacidade de coexistência de níveis de harmonização diferentes e de adequação de *Rule Books* em mercado sob integração é, aliás, um exemplo muito claro de fórmula modular e de capacidade de adaptação e evolução gradual, que também caracteriza a estrutura do EURONEXT.

32. A sétima nota de estrutura, referente à coexistência de regras diversas de *listing* está, em rigor, ligada à primeira — subsistência de bolsas nacionais, respectivos mercados e normas legislativas e regulamentares aplicáveis — e representa, em mais de um modo, um verdadeiro teste de virtudes e defeitos do modelo de estrutura multi-bolsa e multi-mercado adoptado pelo EURONEXT.

Num primeiro momento, com efeito, as regras de *listing* aplicáveis a cada bolsa, sendo naturalmente diferentes, determinavam também a susceptibilidade de negociação: só podiam ser negociados em cada uma das bolsas os valores mobiliários aí admitidos à cotação.

É, aliás, o que ainda sucede com a recém-integrada bolsa portuguesa.

Num segundo momento, a integração técnica das plataformas de negociação numa plataforma única Paris / Amesterdão / Bruxelas (que brevemente se prevê aplicada a Lisboa) conjugada com a utilização da distinção entre *listing* e *trading*, veio permitir que fossem negociados na plataforma única do EURONEXT valores mobiliários admitidos à cotação numa só das bolsas já integradas nessa plataforma.

O *listing* tende a converter-se, assim, como refere o EURONEXT, num mero “*entry point*” de acesso à plataforma única.

Mas as coisas não são porventura inteiramente simples, do ponto de vista jurídico, já que, como também se reconhece, o local do *listing* determinará, em princípio, o corpo de normas aplicáveis aos emitentes e aos valores mobiliários, bem como a autoridade de supervisão competente.

O prospecto do IPO do EURONEXT, de Junho de 2001, dá conta de algum acordo já formado a este respeito entre as três originais autoridades nacionais de supervisão, designadamente:

- a) que pelo menos uma delas deve aprovar cada processo de admissão e o respectivo prospecto;
- b) que se um emitente desejar estender a oferta pública a mais do que uma jurisdição, um procedimento eficiente de reconhecimento mútuo deve ser estabelecido;
- c) que a autoridade do mercado em que o emitente tem os valores mobiliários admitidos inicialmente será responsável pela supervisão do cumprimento das obrigações contínuas de informação;
- d) que, no caso de oferta pública de aquisição envolvendo sociedades com valores negociados em mais de um mercado ou apenas num mercado que não o do local da constituição da sociedade alvo, as entidades signatárias devem decidir de acordo com as suas leis nacionais quais as entidades que têm competência reguladora.

Mas basta pensar nestes exemplos e na diversidade de legislações nacionais, para rezear que conflitos de leis (ou mesmo de normas regulamentares) possam tornar situações concretas de difícil dilucidação.

É um ponto, pois, onde a harmonização legislativa se pode revelar indispensável.

33. A estrutura vertical de *clearing* (compensação) — a que se refere a oitava nota da estrutura — é, manifestamente, um dos pontos fortes do projecto EURONEXT (de resto, como se referiu, identificada logo à partida como um dos factores estratégicos de competitividade fulcrais).

Por um lado, as bolsas fundadoras já dispunham de estruturas próprias de compensação com potencial de harmonização.

Em segundo lugar, o EURONEXT procedeu já a um vasto trabalho interno, através da fusão e integração das diversas plataformas numa estrutura única, centrada no *Clearnet*, banco de direito francês que já obteve o estatuto de centro de liquidação para efeitos da Directiva 98/26/CE (com a consequente irrevogabilidade e carácter definitivo dos pagamentos efectuados no seu âmbito) e procedeu também, com o acordo das entidades de supervisão, à abertura de filiais em Amesterdão e Bruxelas, tornando-se um sistema de compensação reconhecido pelas (e sujeito à supervisão das) três autoridades de supervisão.

Em terceiro lugar, o *Clearnet* conta com a vantagem de dispor de um sistema poderoso e testado, o “*Clearing 21*”, desenvolvido inicialmente pelo *Chicago Mercantile Exchange* e já adoptado, gradualmente, nas bolsas fundadoras de Paris e Bruxelas (prevendo-se a próxima extensão a Amesterdão, em Outubro de 2002).

Neste quadro, o *Clearnet* — hoje já é detido em cerca de 80% pelo EURONEXT e em 20% pelo *Euroclear* — mostra-se capaz de assegurar um conjunto importantíssimo de vantagens para os mercados a contado como para os mercados de derivados), nomeadamente:

- a) Segurança, através não só da fiabilidade comprovada do sistema, como sobretudo da actuação do *Clearnet* como contraparte central de todas as transacções, com garantia de liquidação, e dos sistemas de controlo de risco desenvolvidos pelo próprio *Clearnet*;
- b) Redução de custos, através de redução drástica das instruções de liquidação conseguida pelo *netting* de posições efectuado pelo *Clearnet*, reduzindo as necessidades de monitorização de risco e de fundos próprios e o risco de contraparte;
- c) Anonimato total, através da existência de uma contraparte central para todas as operações;
- d) Integração de mercados a contado e de derivados, e também de mercados regulamentados e OTC, através de um sistema único de contraparte central para todos estes mercados.

Para além destas vantagens internas, o *Clearnet* mantém aberto um propósito competitivo de fornecimento de serviços de *clearing* a terceiras entidades, e de eventual criação de grande central de compensação europeia (22).

De acordo com o anunciado, é de admitir que a compensação das transacções dos mercados do EURONEXT Lisboa venha a ser feita através do *Clearnet* (ou uma subsidiária local) até ao final do terceiro trimestre de 2003.

(22) Enfrentando concorrência potencial de entidades como a *London Clearing House* (que, originalmente, se dedicava apenas ao mercado de derivados de Londres, mas, a partir de 2001, iniciou um sistema de contraparte central para todo o livro central de ordens do LSE).

Refira-se, a este respeito, que a criação de uma contraparte central no mercado a contado de acções irá, à semelhança do que sucedeu já no mercado de derivados, modificar os dados da questão jurídica central da natureza jurídica das transacções em bolsa, a que nossa doutrina tem dedicado já atenção (22-a).

34. Na cadeia de operações dos mercados integrados no EURONEXT, a zona de liquidação de transacções e serviços de custódia é porventura aquela em que as perspectivas se encontram ainda menos definidas.

Uma opção clara é já, todavia, pelo menos actualmente, a da não integração vertical da actividade de *settlement*, que se encontra aberta à prestação de serviços pelas entidades externas seleccionadas pelo EURONEXT como melhor colocadas — com a consequência, nomeadamente, de o EURONEXT não estar exposto à concorrência no negócio de liquidação, em que não está directamente envolvido.

É, no entanto, também uma opção clara — e está longe de ser irrelevante ou secundária — a eleição como parceiro preferencial do *Euroclear*, precisamente a mais importante das duas únicas plataformas de liquidação internacional existentes na Europa (23).

Claros são também os passos já dados para reforço dos laços de ligação do EURONEXT com o *Euroclear*, designadamente a transferência e integração de todas as estruturas de liquidação das bolsas fundadoras do EURONEXT para o *Euroclear* (que adquiriu a Sicovam francesa, a Neci-gef e NIEC holandesas e a parte relevante da actividade da BSX-CIK belga) e vínculos de *cross-shareholding* (não apenas resultante das posições accionistas que o EURONEXT tomou no *Euroclear* através de transmissão

(22-a) Cfr., por ex., Paula Costa e Silva, “Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 248 ss., e “Efeitos do Registo e Valores Mobiliários e A Protecção Conferida ao Terceiro Adquirente”, *ROA*, 58, II (1998), pp. 859 ss.; Oliveira Ascensão, “A Celebração de Negócios em Bolsa”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, I, IVM, pp. 177 ss.; Alexandre Brandão da Veiga, “As Fases de Negociação e de Liquidação e Compensação de Operações de Bolsa a Contado”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, I, IVM, pp. 203 ss.; Amadeu José Ferreira, “Operações de Futuros e Opções”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, pp. 143 ss.; António Soares, “Negociação, Liquidação e Compensação de Operações sobre Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, pp. 316 ss.; e Paulo Câmara, apontamentos de lições, sem data, na disciplina de Valores Mobiliários na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, pp. 121 ss.

(23) A outra é o *Cedel/Clearstream*, hoje 100% integrada na *Deutsche Börse*, como já referido *supra*.

de activos — o que, em si, é comum a outros utilizadores do *Euroclear*, que é uma instituição detida por utilizadores — como sobretudo de tomada pelo *Euroclear* de uma posição de 20% no *Clearnet*).

Há, pois, posições fortes e significativas de partida já definidas.

A circunstância de se cruzarem aqui alguns delicados pontos de interesse público nacional — como os ligados ao papel dos sistemas nacionais de liquidação e custódia, salientados, aliás, segundo foi tornado público, no parecer da CMVM sobre a adesão da BVLP ao EURONEXT — tornam a evolução ainda não inteiramente previsível.

35. Resta abordar a décima e última nota estrutural, que julgo dever considerar-se particularmente importante e fecunda — a da cooperação entre supervisores e reguladores nacionais.

O *Memorandum of Understanding*, de Março de 2001, assinado pelas autoridades de supervisão das bolsas integradas no EURONEXT — a que a CMVM já aderiu, em Março de 2002 — prevê, *inter alia*, o seguinte:

- a) criação de um *Chairmen's Committee*, composto pelos Presidentes das entidades signatárias do MoU;
- b) criação de um *Steering Committee*, composto por representantes de cada entidade signatária do MoU;
- c) realização de reuniões regulares entre o *Chairmen's Committee* e o *EURONEXT Management Board*;
- d) aprovação prévia ou notificação ao *Chairmen's Committee* de certas decisões ou actividades ⁽²⁴⁾;
- e) desenvolvimento de uma abordagem comum a áreas de interesse comum para as entidades reguladoras relativamente à supervisão do grupo EURONEXT, tal como a estrutura accionista do

⁽²⁴⁾ Incluindo (i) a alteração dos estatutos da EURONEXT N.V. ou de uma das suas subsidiárias; (ii) emissão de regulamentação pelo EURONEXT ("*Euronext Rule Books*") e subsequentes alterações; (iii) alianças, fusões, participações recíprocas, acordos para aquisição de participações relevantes e estabelecimento de filiação recíproca; (iv) oferta pública de acções representativas do capital da EURONEXT N.V. ou de uma das suas subsidiárias; (v) subcontratação ("*outsourcing*") de actividades relacionadas com negociação, registo e publicação de transacções, supervisão de membros e acompanhamento das transacções; (vi) emissão de informações interpretativas ou implementadoras de certas disposições do *EURONEXT Rule Book*, (vii) criação ou encerramento de mercado regulamentado ou outra plataforma de negociação, (viii) nomeação de membros do *EURONEXT Management Board* ou do *EURONEXT Supervisory Board*.

- EURONEXT N.V. e distribuição de responsabilidades entre a EURONEXT N.V. e as suas subsidiárias;
- f) compromisso, numa base de melhores esforços, de harmonização de normas nacionais, abordagens de regulamentação e supervisão relativamente a admissão à cotação e requisitos de prospecto, obrigações contínuas aplicáveis a sociedades cotadas, ofertas públicas de aquisição e informação sobre participações relevantes; e
 - g) entendimentos de cooperação entre as entidades signatárias do MoU nas áreas de, *inter alia*, supervisão das transacções de mercado, troca de informação, investigações conjuntas e partilha de poderes de imposição do cumprimento de normas entre as entidades reguladoras.

Por seu turno, o *Memorandum of Understanding* autónomo relativo aos serviços de compensação prestados pela EURONEXT através da sua subsidiária Clearnet prevê a criação de um *Co-ordination Committee* ⁽²⁵⁾.

36. Creio estar aqui uma das chaves centrais do modelo de estrutura escolhida pelo EURONEXT, e — fazendo agora a ponte com o que atrás ficou dito sob a evolução do contexto regulador — o factor talvez mais decisivo para poder ter aparecido e vingar antes mesmo de a envolvente reguladora ter atingido um estágio de maturação desejável.

A circunstância de o projecto EURONEXT ter conseguido criar uma autêntica “*linha dedicada*” de atenção exclusiva das autoridades de regulação e supervisão ao mais alto nível mostra, por um lado, a sua importância europeia, mas dá-lhe, por outro, condições de sucesso ímpares para prosseguir uma arquitectura modular, flexível e evolutiva, que vai carecendo da construção de sucessivos novos patamares de entendimento e harmonização para garantir o seu avanço contínuo.

Pode dizer-se, é certo, que boa parte da capacidade de evolução, adequação e harmonização internas entre as várias bolsas poderia talvez ser assegurada pelas suas margens próprias de auto-regulação.

⁽²⁵⁾ Este *Co-ordination Committee* é responsável por: (i) uma avaliação inicial e supervisão regular dos sistemas de liquidação da EURONEXT; (ii) desenvolvimento de uma estrutura comum de supervisão para a Clearnet; (iii) coordenação das actividades de investigação e acompanhamento pelas entidades signatárias do MoU; (iv) desenvolvimento de procedimentos e critérios para a admissão de membros de liquidação; e (v) desenvolvimento de procedimentos de consulta de emergência.

Portugal é, a este respeito, aliás, um bom exemplo, vigorando entre nós, sobretudo após o actual Código dos Valores Mobiliários, o princípio da auto-regulação, sintetizado no artigo 372.º, ao estabelecer que “*nos limites da lei e dos regulamentos, as entidades gestoras do mercado, dos sistemas de liquidação e dos sistemas centralizados de valores mobiliários podem regular as actividades por si geridas*”, dispondo que as regras assim executadas apenas “*estão sujeitas a registo na CMVM para controlo da legalidade e de respeito pelos requerentes.*”

Uma auto-regulação coordenada interbolsas nunca seria, porém, solução suficiente, até porque as margens (e as interligações com as normas regulamentares) variam muito de país para país..

O patamar seguinte — a coordenação de exercício de poderes próprios e de interpretação e aplicação de normas regulamentares pelas diversas autoridades de supervisão — representa como que uma aposta do EURONEXT “*avant la lettre*” no que o relatório Lamfalussy viria a chamar “Nível 3”, e é porventura de todos o potencialmente mais fecundo, embora não isento de dificuldades (26).

Mas também o terceiro patamar (a capacidade de induzir e veicular propostas de alteração ou harmonização legislativa) — mesmo no plano nacional — assegurando o seu patrocínio pelo *pool* de reguladores, é de importância primordial, de resto já comprovada pelas alterações legislativas nacionais já introduzidas e concretizadas nos diversos países (entre os quais Portugal, com o Decreto-Lei n.º 8-D/2002, de 15 de Janeiro, que permitiu a adesão da BVLP ao ajustar o regime jurídico das sociedades gestoras de mercados regulamentados) que têm permitido algumas etapas de integração.

IV — Nota final

37. Neste curto espaço que decorreu desde a adesão das bolsas portuguesas ao EURONEXT, muito se tem dito já sobre potenciais vantagens

(26) Na já acima citada entrevista ao *Wall Street Journal*, de 21-02-02, o presidente do ESRC, Van Lewen (que é também, como presidente da autoridade holandesa, um dos membros do *Chairmen's Committee* do EURONEXT), apontava as diferenças de poder entre as autoridades de supervisão como uma dificuldade grave de cooperação, e citava precisamente o caso do EURONEXT, para referir que esse problema, se já tornava difícil a coordenação entre três supervisores, se agudizou com a elevação para cinco — parecendo Van Lewen preferir a eliminação dessas diferenças nacionais à via da criação de um supervisor europeu único.

e inconvenientes, alinhando-se do lado das vantagens mais inequívocas o aumento de exposição dos emitentes portugueses, o alargamento do leque de opções de investimento para os investidores, com potencial aumento de liquidez e redução de custos (induzida quer pelo próprio aumento de liquidez quer pelas economias de escala) e localizando-se sobretudo as desvantagens no esforço exigido aos intermediários financeiros e na integração das *small caps* num novo mercado alargado.

A procissão vai ainda, porém, no adro, e a integração das bolsas portuguesas é matéria para, pelo menos, os próximos dois ou três anos.

38. Quanto ao EURONEXT, muita coisa está também ainda por definir, e a evolução pode ainda ajustar-se ao que forem as envolventes principais.

O EURONEXT não é ainda uma bolsa única, mas desde a fundação que é muito mais do que uma federação de bolsas.

É, em qualquer caso, um projecto poderoso e fascinante, a acompanhar no futuro próximo e mediato com a maior expectativa.

Lisboa, 16 de Abril de 2002