

LIQUIDAÇÃO TRANSFRONTEIRIÇA DE VALORES MOBILIÁRIOS: DESENVOLVIMENTOS RECENTES NO ESPAÇO EUROPEU

SOFIA LEITE BORGES*

CATARINA TAVARES LOUREIRO**

I. A INDÚSTRIA DA PÓS-NEGOCIAÇÃO

A fase posterior à negociação de valores mobiliários envolve uma série de actos direccionados à transferência da propriedade dos valores mobiliários do vendedor para o comprador, contra o pagamento do preço respectivo¹. Esta fase pós-negociação reveste-se da maior importância, na medida em que consubstancia o momento da troca dos bens objecto de transacção entre o vendedor e o comprador, verdadeira expressão do comércio e do funcionamento do mercado. Neste processo, tem lugar a liquidação dos valores mobiliários, ou seja, a entrega dos valores mobiliários pelo vendedor ao comprador (liquidação física) e o pagamento do preço devido pelo comprador ao vendedor (liquidação financeira). Esta operação pode envolver compensação (“*netting*”), isto é, a conversão dos créditos e obrigações decorrentes das ordens de transferência que um ou mais participantes emitem a favor de outro ou outros participantes, ou que dele ou deles recebem, num único crédito ou obrigação líquida - a respectiva posição líquida². Pode também

interpor-se entre as partes na transacção uma contraparte central com vista a assumir, através de um processo de novação subjectiva, as obrigações ou os direitos das partes (“*clearing*”)³, actuando como o comprador directo ou indirecto para todos os vendedores ou o vendedor directo ou indirecto para todos os compradores (“*central counterparty clearing*”). A entrega e o pagamento podem (ou não) ter lugar simultaneamente mas a liquidação só estará completa depois dos actos de entrega e de pagamento terem sido efectuados.

A fase pós-negociação pode revestir várias formas e envolver vários intermediários, para além do comprador e do vendedor, sendo que a complexidade do processo é, por regra, directamente proporcional ao número de actores envolvidos na operação. Os principais intervenientes na indústria pós-negociação são, no lado da procura, os investidores finais e outros utilizadores do sistema⁴, no lado da oferta, as infra-estruturas de prestação de serviços de

* Advogada na sociedade de advogados Uría Menéndez

** Advogada estagiária na sociedade de advogados Uría Menéndez

1- A expressão “pós-negociação” surge referida em documento produzido no seio da Comissão Europeia, pretendendo abranger os diversos actos direccionados à transferência da propriedade dos valores mobiliários e ao pagamento do respectivo preço. Alguns desses actos são referidos neste artigo, tal como a compensação e a liquidação, outros, dada a sua natureza eminentemente técnica e instrumental, não são referidos. Cfr. para uma perspectiva global o documento “*Draft working document on post-trading activities*”, Comissão Europeia, 23 de Maio de 2006, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/index_en.htm.

2- O “*netting*” pode ser bilateral ou multilateral consoante seja calculado entre cada par de participantes ou seja calculado para o sistema como um todo, atendendo à posição absoluta dos participantes no termo de um dado período de negociação.

3- A expressão “*clearing*” surge por vezes utilizada para abranger também a compensação (“*netting*”). Muitas entidades que prestam serviços de “*clearing*” prestam também serviços de “*netting*”, tornando difícil a observação em separado das duas funções.

4- Por exemplo, intermediários financeiros encarregados de prestar serviços de fomento ou liquidez (“*market making*”).

liquidação *lato sensu*, como sejam, as centrais de valores mobiliários domésticas (“*central securities depositories*”), as contrapartes centrais (“*central counterparties*”) e as centrais de valores mobiliários internacionais (“*international central securities depositories*”). Entre uns e outros medeia uma miríade de intermediários financeiros, bancos depositários, agentes liquidadores e outros intermediários membros (ou não) das câmaras de compensação e dos sistemas de liquidação utilizados⁵. Supervisionando os vários actores do sector pós-negociação encontram-se as autoridades de supervisão nacionais, incluindo os bancos centrais e os reguladores dos mercados de valores mobiliários.

No contexto da liquidação dos valores mobiliários cumpre dar destaque ao papel desempenhado pelas centrais de valores mobiliários domésticas, como é o caso da Central de Valores Mobiliários Portuguesa, gerida pela Interbolsa, e pelas centrais de valores mobiliários internacionais, como seja o *Euroclear Bank* e a *Clearstream Banking Luxembourg*. Estas últimas especializam-se na prestação de serviços pós-negociação, especialmente no mercado das obrigações internacionais (“*Eurobonds*”)⁶.

Alvo de pouca atenção durante vários anos, em prol da face mais visível dos mercados, a fase posterior à negociação dos valores mobiliários, abrangendo a respectiva compensação e liquidação, tem vindo a ganhar novo alento, especialmente na sua vertente internacional ou transfronteiriça, tendo sido objecto de vários estudos, documentos e iniciativas no plano europeu, tendentes ao fomento de um mercado

único integrado, eficiente e competitivo. Iniciais recentes no sector bem como a sua importância intrínseca justificam assim o interesse e a actualidade deste tema que procuraremos desenvolver nas próximas linhas.

II. A LIQUIDAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS EM TRANSACÇÕES TRANSFRONTEIRIÇAS NO ESPAÇO EUROPEU

A procura de valores mobiliários estrangeiros por investidores tem aumentado consideravelmente dentro da União Europeia, nomeadamente após a introdução do euro. O processo de compensação e liquidação de valores mobiliários que, a nível nacional, onde o número de actores e de instruções trocadas é mais reduzido, funciona regularmente, apresenta, no entanto, várias falhas quando ocorre ao nível das transacções transfronteiriças. Tal decorre do facto da estrutura europeia de liquidação e compensação de valores mobiliários ser ainda bastante fragmentada, o que obriga o investidor a aceder a vários sistemas nacionais que apresentam diferentes requisitos técnicos e obedecem a diferentes práticas de mercado, operando no contexto de diferentes molduras legais e fiscais. A ineficiência criada por estes requisitos e práticas, verdadeiras barreiras à formação do mercado interno, como melhor veremos adiante, reflecte-se em maiores custos para os investidores e é inconsistente com o objectivo de criar um verdadeiro sistema financeiro integrado europeu.

Uma transacção transfronteiriça de valores mobiliários envolve participantes no mercado que compram e vendem valores mobiliários em

5- Num contexto doméstico, os participantes (detentores de contas) junto das centrais de valores mobiliários são, tipicamente, intermediários financeiros tais como bancos ou empresas de investimento. Estas entidades actuam de permeio entre a central de valores mobiliários doméstica e os investidores finais, sendo apelidados de depositários ou custodiantes (“*custodians*”). Por vezes podem também servir de intermediários entre outros bancos ou empresas de investimento que não tenham a qualidade de participantes na referida central, altura em que são designados de agentes de liquidação (“*settlement agents*”).

6- São obrigações internacionais aquelas que são emitidas numa divisa distinta da do país do emitente e colocadas em mais do que uma jurisdição. Sobre a matéria, cfr. Florbela de Almeida Pires, “*Direitos e Organização dos Obrigacionistas em Obrigações Internacionais (Obrigações Caravela e Eurobonds)*”, Lex, 2001, pág. 37 e ss..

mercados internacionais e/ou prosseguem transacções com contrapartes localizadas noutros países. Concluída a negociação dos valores mobiliários, será necessário proceder à respectiva liquidação. Nestes casos, para que se liquidem as transacções será necessário que as contrapartes tenham acesso a sistemas onde seja possível proceder a tal entrega e pagamento - sendo precisamente neste acesso (ou pelo menos na possibilidade de acesso directo a tais sistemas) que reside uma das maiores dificuldades nas operações transfronteiriças de liquidação e compensação de valores mobiliários.

Como já referimos, os investidores de um dado país raramente têm acesso directo a um sistema estrangeiro, pelo que recorrem frequentemente a intermediários locais que sejam membros da central de valores mobiliários relevante, a centrais de valores mobiliários internacionais ou a custodiantes globais (*Global Custodians*)⁷. Menos frequentemente, dada a sua raridade, os investidores recorrem aos canais existentes entre as centrais de valores mobiliários locais e as centrais de valores mobiliários estrangeiras (interfaces).

Em resumo, no actual panorama internacional, a liquidação de uma transacção transfronteiriça de valores mobiliários pode ser feita mediante uma das seguintes vias:

- i. Acesso directo à central de valores mobiliários do país onde o valor mobiliário é emitido. Este acesso directo implica participação/filiação na central de valores mobiliários nacional, o que implica a celebração de acordos legais, o preenchimento dos requisitos de filiação, investimento em interfaces tecnológicas e acesso a um sistema de pagamentos;
- ii. Acesso a um agente local (normalmente instituição financeira com filiação no sistema central de valores mobiliários nacional do país onde o valor mobiliário é emitido);
- iii. Acesso a centrais de valores mobiliários internacionais, que constituem um ponto de acesso único aos mercados nacionais através de canais estabelecidos com as várias centrais de valores mobiliários nacionais (estas ligações podem ser directas ou através de agentes locais, como é o caso da ponte estabelecida em Portugal entre a Central de Valores Mobiliários e o *Euroclear Bank* e a *Clearstream Banking Luxembourg*, através dos intermediários financeiros de interligação respectivos, no caso, o Banco Millennium BCP Investimento, S.A. e o Banco Santander Totta, S.A.);
- iv. Acesso efectuado através de canais bilaterais entre centrais de valores mobiliários.

A liquidação de transacções domésticas de valores mobiliários implica um fluxo de informações muito menor (e, por isso, menores custos de transacções) do que aquele que é necessário à liquidação de operações transfronteiriças. Tomemos como exemplo a liquidação de valores mobiliários no mercado a contado português: aí intervirão o investidor representado na negociação por um intermediário participante no mercado; a Interbolsa, a quem cabe a gestão do sistema de liquidação e compensação de âmbito nacional e o Banco de Portugal, que processa os movimentos financeiros nas contas dos participantes. No caso que tomámos como exemplo, a liquidação é precedida de *netting* multilateral, ficando cada participante com uma única posição líquida perante todo o sistema. Os intermediários envolvidos terão de tomar em consideração seis instruções: (i) a ordem do

7- Os "*Global Custodians*" fornecem ao investidor um único ponto de acesso aos sistemas centralizados de valores mobiliários localizados nos vários países, mediante a filiação directa nos referidos sistemas ou numa rede de sub-custodiantes ("*sub-custodians*") situados nos países em causa.

investidor; (ii) a oferta introduzida no sistema de negociação escolhido; (iii) a confirmação do negócio; (iv) a entrega dos valores aos banco custodiante; (v) a confirmação da recepção respectiva a efectuar por este ao investidor e (vi) a entrega do dinheiro para pagamento do preço dos valores.

O esquema acima descrito é bastante mais complexo, quando esteja em causa uma transacção transfronteiriça. Atentemos na seguinte hipótese apresentada no primeiro Relatório *Giovannini*⁸: a transacção de acções em que o investidor (A) dá início à operação através do seu intermediário financeiro local (B) e procede à liquidação através do seu banco depositário local (C), onde mantém aberta a respectiva conta de valores mobiliários. Neste exemplo, os três actores (A, B e C) estão localizados no mesmo país. Como a transacção tem lugar num país estrangeiro, o intermediário financeiro local (B) terá de contactar um intermediário financeiro estrangeiro (D) que irá fechar negócio com o intermediário financeiro da contraparte de (A) na bolsa de valores do país estrangeiro. Se disponível, a transacção poderá ser submetida a novação numa contraparte central (E). O intermediário financeiro local (B) terá então de recorrer a um banco depositário (F) e a um sistema de pagamento estrangeiros (G). O banco depositário local (C) terá de operar com um banco depositário do país estrangeiro relevante (H) e um sistema de pagamento estrangeiro (I). Pode ainda ser necessária a participação do banco central nacional do país estrangeiro na liquidação financeira da operação (J). Para além dos intermediários supra referidos, haverá ainda que tomar em consideração a utilização das infra-estruturas, ou seja, das centrais de valores mobiliários relevantes. Por comparação com a

liquidação da transacção doméstica que referimos supra, serão necessárias nove instruções adicionais, a saber: (vii) a transmissão da ordem do investidor pelo intermediário financeiro local ao intermediário financeiro estrangeiro; (viii) uma vez celebrado o negócio, o intermediário financeiro local instrui o seu banco depositário no estrangeiro para receber os valores mobiliários entregues pelo intermediário financeiro estrangeiro e (ix) para os entregar ao banco depositário local do intermediário financeiro doméstico. O intermediário financeiro local tem também que assegurar (x) a transferência do pagamento do preço (e sua conversão para outra divisa) através de um sistema de pagamentos estrangeiro. O banco depositário local tem de (xi) instruir o banco depositário estrangeiro, junto do qual tem conta, para receber os valores mobiliários entregues pelo banco depositário estrangeiro do intermediário financeiro local e (xii) transferir o dinheiro do investidor para pagamento do preço dos valores para o respectivo banco depositário estrangeiro. Depois de receber os valores mobiliários da contraparte, o intermediário financeiro estrangeiro (xiii) entrega os valores ao depositário estrangeiro do intermediário financeiros local, o qual por sua vez, os entrega ao banco depositário estrangeiro do banco depositário local. Por fim, (xiv) o sistema de pagamentos estrangeiro do depositário local transfere o dinheiro do investidor para o sistema de pagamentos estrangeiro do intermediário financeiro local, o qual por sua vez, (xv) transfere os fundos para pagamento à central de valores mobiliários estrangeira.

O uso dos vários intermediários acima referidos na liquidação de uma operação potencia riscos e custos para o investidor internacional, riscos e custos esses que aumentam com o número de

8- O *Giovannini Group* foi formado em 1996, com o objectivo de assessorar a Comissão Europeia em matérias relacionadas com o sector financeiro, é composto por peritos do sector privado e é liderado por Alberto Giovannini, consultor da Comissão Europeia para as mesmas áreas. O papel do *Giovannini Group* tem sido, sobretudo, o de identificar as ineficiências nos mercados financeiros da União Europeia, propondo soluções conducentes à consolidação do mercado único europeu.

sistemas de liquidação a que seja necessário ter acesso. Os custos adicionais abrangem tanto custos directos, como taxas e comissões mais altas cobradas pela utilização dos serviços pós-negociação, como custos indirectos, como sejam os custos com a manutenção de *back-offices* robustos necessários à gestão eficaz das transacções transfronteiriças e ainda custos de oportunidade, decorrentes de uma utilização ineficiente das garantias associadas às transacções, da maior probabilidade de ocorrência de falhas nas transacções ou ainda da maior probabilidade de não ser dado início a transacções por causa de ineficiências na comunicação entre os intermediários e as infra-estruturas existentes.

A falta de eficiência do sistema implica ainda um risco jurídico elevado para o investidor, dado o contexto de incerteza em que se aquele se movimenta, com possibilidade de conflitos entre as diferentes jurisdições envolvidas. A par do risco jurídico relevam ainda os riscos de contraparte, de liquidez (ou seja, de não pagamento ou entrega no tempo devido) e os riscos operacionais (maior probabilidade de falhas no processamento das operações ou problemas de gestão).

Há ainda questões específicas que se colocam quando na liquidação intervém uma contraparte central com novação. Nesse caso, as duas partes envolvidas na transacção têm de ser membros da Câmara de Compensação (“*Clearinghouse*”) relevante ou estar em condições de operar

através de um membro dessa mesma Câmara. As partes tem de ser capazes de entregar e receber da Câmara de Compensação os respectivos valores mobiliários e o pagamento do preço devido. Isto implica que tanto os participantes como a Câmara de Compensação têm de ter acesso directo ou indirecto aos sistemas relevantes.

III. AS BARREIRAS A UM EFICIENTE SISTEMA DE LIQUIDAÇÃO E COMPENSAÇÃO EUROPEU

A necessidade de criar um mercado de pós-negociação seguro e eficiente que possa trazer crescimento e ganhos à economia europeia, pôs em curso um programa reformador, com o objectivo último de conseguir a integração do mercado financeiro europeu. Embora os primeiros esforços se tenham feito sentir logo nos anos 70, só recentemente, no dealbar do século XXI, o tema foi alvo de demorada atenção que se reflectiu na elaboração de alguns estudos e em iniciativas regulatórias.

No âmbito destes estudos, reveste particular importância o trabalho desenvolvido pelo Grupo *Giovannini*, já referido e, especialmente, os dois relatórios que o grupo elaborou⁹. O primeiro desses relatórios datado de Novembro de 2001¹⁰, fornece uma análise detalhada das actuais barreiras existentes na União Europeia a um eficiente processo de liquidação e compensação transfronteiriço, enquanto que o segundo relatório, publicado em Abril de 2003¹¹, apresenta sugestões para a eliminação dessas mesmas barreiras¹².

9- O relatório *Lamfalussy* sobre regulação de serviços financeiros (datado de 15 de Fevereiro de 2001) foi precursor dos relatórios *Giovannini*. Para mais informações acerca do relatório *Lamfalussy* vide o site da Comissão: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalussy/index-en.htm.

10- “*Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*”.

11- “*Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*”.

12- Para além dos estudos referidos, tiveram lugar outras iniciativas, nomeadamente dentro da União Europeia. A *European Association of Clearing Houses* (EACH) estabeleceu, em 2001, elevados padrões de controlo da gestão de risco para as actividades de compensação das contrapartes centrais e, no mesmo ano, o *Committee on Payment and Settlement Systems* e a *International Organization of Securities Commission* (IOSCO) elaboraram uma série de recomendações para os sistemas de liquidação de valores mobiliários, transformadas mais tarde (2004) num conjunto de padrões europeus para a regulação e supervisão da indústria de pós-negociação pelo *Committee of European Securities Regulators* (CESR) (“*Standards for securities clearing and settlement systems in the European Union*”, disponíveis em <http://www.cesr.eu/index.php?docid=2534>). Em 2003, foi a vez do *European System of Central Banks* (ESCB); em 2003 o *Group of 30* elaborou também um conjunto de recomendações com vista a criar uma rede global interoperacional, reduzir o risco e melhorar a gestão.

Actualmente a indústria da pós-negociação na União Europeia é composta por sistemas de âmbito nacional, monopolistas, em que os valores mobiliários são tendencialmente liquidados numa única entidade nacional. As centrais internacionais de valores mobiliários representam excepções a este *status quo*. Embora os sistemas possam funcionar satisfatoriamente quando estão em causa transacções domésticas, a comunicação entre os vários sistemas quando estão em curso operações que ultrapassam as fronteiras nacionais revela-se, sob vários aspectos, ineficiente e insegura. Entre os factores que contribuem para essa diminuição da eficiência encontram-se aspectos técnicos e de funcionamento do mercado, aspectos fiscais e aspectos legais, os quais foram devidamente identificados no primeiro Relatório *Giovannini*.

No que respeita aos aspectos técnicos e de funcionamento do mercado, destacam-se as diferenças tecnológicas existentes ao nível das plataformas e interfaces de informação utilizadas, as restrições nacionais quanto à localização da liquidação e compensação, obrigando, por regra, os investidores a recorrer aos sistemas nacionais (o que significa, no contexto de uma transacção transfronteiriça, a utilização de cada um dos sistemas nacionais relevantes), as diferenças na regulamentação de exercício de direitos sociais, propriedade efectiva e custódia, diferenças quanto aos períodos de liquidação, propensas a impedir transferências entre sistemas no mesmo dia (*intra-day settlement*), impedimentos práticos no acesso aos sistemas nacionais de liquidação e compensação, obrigando os investidores a recorrer a terceiros, diferenças nos períodos e prazos de liquidação e restrições à localização dos valores mobiliários. Alguns destes obstáculos, nomeadamente os que impõem aos participantes a liquidação de valores mobiliários em determinados sistemas ou restringem a filiação nalguns desses sistemas,

constituem entraves à concorrência, pelo que também relativamente a estes se colocam questões legais.

No que respeita às barreiras fiscais, estas relacionam-se com o facto de os valores mobiliários estarem sujeitos a tributação no Estado membro onde são detidos, o que pode originar dificuldades na sua transferência e guarda em operações internacionais devido ao desconhecimento de cada um dos regimes fiscais nacionais potencialmente aplicáveis e ao risco de dupla tributação. Podem também ser entendidas como um misto de barreira fiscal e legal a adopção de diplomas como o Decreto-Lei n.º 193/2005, de 7 de Novembro, que aprovou o regime especial de tributação dos rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida, o qual veio criar um regime de isenção de IRS e IRC relativamente aos rendimentos da dívida não pública, obtidos por não residentes em território português, que abrange, em ambos os casos, quer os rendimentos de capitais quer as mais-valias. O referido regime aplica-se, no entanto, apenas aos valores mobiliários representativos de dívida pública e não pública, independentemente da moeda em que essa dívida seja emitida, integrados em sistema centralizado reconhecido nos termos do Código dos Valores Mobiliários e legislação complementar, incluindo o sistema centralizado gerido pelo Banco de Portugal, o que significa que, na prática, só haverá isenção nas situações em que a emissão se encontrar integrada na central de valores mobiliários doméstica, gerida pela Interbolsa.

Por último, uma palavra ainda quanto aos obstáculos legais, os quais reflectem a existência de diferentes enquadramentos jurídicos dos valores mobiliários que atribuem diferentes efeitos a cada uma das operações que têm lugar nesta fase pós-negociação. A aplicação assimétrica de normas de conflitos suscita também problemas de Direito Internacional Privado.

De realçar que estes entraves legais serão, provavelmente, os mais difíceis de remover e os que exigirão, por parte das autoridades públicas de cada país, um maior esforço de adaptação. A remoção das barreiras fiscais será também da responsabilidade do sector público. Já a eliminação das barreiras técnicas que se colocam a uma eficiente liquidação de valores mobiliários em operações fronteiriças exige um esforço concertado de todos os participantes no mercado e, portanto, também e sobretudo do sector privado.

IV. A REFORMA DO SISTEMA VIGENTE

Identificadas as barreiras existentes no espaço europeu impeditivas de um mercado integrado e eficiente, a indústria da pós-negociação bem como as instituições europeias têm procurado vias efectivas para a consolidação do sistema europeu de liquidação e compensação de valores mobiliários por forma a torná-lo mais competitivo, à semelhança do que sucede nos Estados Unidos. Desde logo, verificaram-se nos últimos anos processos de consolidação internacionais de participantes na pós-negociação, como foram os projectos desenvolvidos pelo *Euroclear Bank* que em Janeiro de 2001 se fundiu com a central de valores mobiliários francesa *Sicovam SA*, protagonizando, posteriormente, mais uma série de fusões com outras centrais, como a central holandesa (*NECIGEF BV*), em Maio de 2002, a central inglesa *CRESTCo*, em Setembro de 2002 e, em Janeiro de 2006, a central belga (*CIK*). Na mesma tendência se inclui o projecto de criação do *Nordic Central Securities Depository (NCSD)*, resultante da fusão, consumada em Dezembro de 2004, das centrais finlandesa (*APK*) e Sueca (*VPC*). Igualmente relevante, no plano da consolidação internacional de contrapartes centrais, surge o exemplo da *LCH.Clearnet*, resultante de um conjunto de fusões iniciadas em 2001, com vista à prestação de serviços integrados de contraparte central ao

Euronext Paris, Amesterdão, Bruxelas e finalmente Lisboa.

A Comissão Europeia, em Comunicado datado de Abril de 2004, debruçou-se sobre o tema da liquidação e compensação de valores mobiliários na Europa, definindo os objectivos a ser prosseguidos na área bem como as iniciativas a adoptar. Nesse documento, estabeleceu como objectivo principal a criação de uma estrutura eficiente e segura de liquidação e compensação de valores mobiliários dentro do espaço europeu, que assegure a concorrência entre os vários prestadores de serviços envolvidos na pós-negociação.

A opção tomada quanto à política a prosseguir foi no sentido da liberalização e integração dos sistemas europeus existentes, promovendo o acesso aos serviços de pós-negociação por todos os intermediários. Quanto ao acesso aos participantes de mercado, a mesma deverá passar pela consagração de direitos legais de acesso. Por razões de segurança do sistema e estabilidade financeira dos mercados, admite a Comissão, que este acesso terá de submeter-se, por regra, a certos requisitos regulamentares mínimos. A concordância com as condições que sejam impostas às entidades envolvidas poderá ser atestada mediante a atribuição de um “passaporte” que as habilite a prestar serviços em transacções transfronteiriças dentro da União Europeia, o que naturalmente implicará a aprovação e implementação de um conjunto harmonizado de regras comuns aplicáveis em todos os Estados-Membros, com vista à criação do necessário *level playing field* entre operadores. Preocupações relativas à supervisão das práticas do mercado no sector da liquidação e compensação estão também presentes no documento. Aí se faz referência à necessidade de assegurar o cumprimento das leis de concorrência, podendo as autoridades nacionais de concorrência desempenhar um papel importante

nesta área.

Tendo em conta as referidas considerações, a Comissão considerou desejável propor a adopção de uma directiva relativa à compensação e liquidação de valores mobiliários no espaço europeu, tendo também fomentado a criação de grupos de trabalho com vista a auxiliarem na concretização do projecto de consolidação do mercado europeu. Neste contexto, foi criado o CESAME, grupo de aconselhamento e supervisão, para assistir o sector privado na remoção das barreiras identificadas no *Giovannini Report*, o *Legal Certainty Group*, encarregue de avaliar as questões de foro legal ou jurídico e o *FISCO*, encarregue de avaliar as questões de natureza fiscal.

Um dos aspectos legais mais complicados e alvo de atenção do *Legal Certainty Group* relaciona-se com a falta de uma moldura legal europeia conjunta no que diz respeito à propriedade dos valores mobiliários. No contexto europeu, onde alguns vêem um direito absoluto de propriedade (“*ownership of a security outright*”), como é o caso de Portugal, outros consagram um mero direito de crédito de vir a ser proprietário de um determinado valor mobiliário, direito esse que é exercitável contra um sistema de liquidação ou um intermediário financeiro (“*entitlement against a settlement system or intermediary to own such security*”). A recomendação feita em 2003 pelo *Giovannini Group* foi no sentido de considerar que no caso de valores mobiliários escriturais, deveriam ser as contas electrónicas do sistema a determinar a propriedade dos valores mobiliários. A opção que tem merecido maior adesão por parte dos

membros do *Legal Certainty Group* para resolver esta questão passa pela adopção de nova legislação que possa estabelecer de forma uniforme os efeitos legais do registo escritural dos valores mobiliários e constitua um quadro mínimo comum a todos os Estados Membros.

Charlie McCreevy, Comissário para o Mercado Interno e Serviços, identifica também, no discurso que proferiu a 11 Julho deste ano¹³, vários factores que influenciarão a breve trecho a estrutura da negociação e, complementarmente, da compensação e liquidação. Desde logo, as fusões de bolsas de valores. A integração da Bolsa de Valores de Lisboa, na qualidade de gestora da bolsa portuguesa, na plataforma Euronext¹⁴ é um dos vários exemplos desta tendência. Esta integração foi justificada com base nas vantagens que daí decorreriam: aumento da liquidez dos valores transaccionados na bolsa e da dimensão e volume dos respectivos negócios. Também aqui se procurou, com a concentração da negociação, potenciar as economias de escala, promover a eficiência e transparência do mercado e tornar os investimentos mais atractivos, tendo em conta a maior liquidez e maior número de valores admitidos nestes mercados.

Outro dos factores apontados pelo Comissário Charlie McCreevy prende-se com o impacto provável que a Directiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) venha a ter no mercado da pós-negociação. A DMIF, que deverá ser transposta pelos Estados-Membros até Janeiro de 2007, atribui alguns direitos de acesso na área da pós-negociação às empresas de investimento e aos mercados

13- Charlie McCreevy, “*Clearing and settlement: The way forward*”, Bruxelas, 11 Julho 2006, disponível em http://ec.europa.eu/commission_barroso/mccreevy/allspeeches_en.htm.

14- Quanto à generalidade das operações realizadas na plataforma Euronext, instituiu-se a utilização preferencial do sistema de liquidação gerido pelo *Euroclear Bank*, o que revela a necessidade de participação directa ou indirecta, dos membros do Euronext no sistema *Euroclear*, e a escolha da *Clearn* como câmara de compensação dos mercados Euronext. O caso português constitui excepção, com a liquidação a ser assegurada pela Interbolsa. Cfr. Florbela Razina e Sónia do Carmo Torcato, “*A integração da BVLP no Euronext: o novo desafio do mercado de capitais português*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Número 13, Abril de 2002.

regulamentados. Os artigos 34º e 46º da DMIF concedem os seguintes direitos de acesso: (i) direito de acesso de empresas de investimento aos sistemas de contraparte central, compensação e liquidação no território de outros Estados-Membros; (ii) o direito dos participantes em mercado regulamentado a escolher a localização da liquidação para as suas transacções (mas não a *Central Counterparty Clearing*), sob reserva da existência de canais e acordos entre o sistema de liquidação designado e todos os sistemas ou infra-estruturas necessários para assegurar a liquidação da transacção e da concordância da autoridade competente responsável pela supervisão do mercado regulamentado; (iii) o direito dos mercados regulamentados a escolher uma contraparte central e/ou um sistema central de valores mobiliários em particular para proceder à liquidação. Estas medidas têm em vista a criação de um espaço europeu verdadeiramente concorrencial.

Recentemente, o Banco Central Europeu anunciou também a possível criação de uma plataforma única de liquidação de valores na zona euro. O serviço a criar, TARGET2-Securities (T2S), seria totalmente gerido pelo *Eurosystem*, aproveitando o sistema de pagamentos TARGET2 já implementado. Prevê-se que a criação de tal serviço permita a redução de custos, como resultado do nível de harmonização técnica a que tal estrutura pode conduzir. Não está ainda tomada uma decisão final sobre a matéria e o processo será, com certeza, alvo de várias consultas. Uma das particularidades do sistema diz respeito ao facto de o T2S estar previsto apenas como plataforma de liquidação, não assumindo outras das funções por regra asseguradas pelas centrais de valores mobiliários (custódia, administração, exercício de direitos sociais).

As organizações europeias da indústria de pós-negociação, representadas pela *Federation of European Securities Exchanges* (FESE), pela *European Association of Central Counterparty Clearing Houses* (EACH) e pela *European Central Securities Depositories Association* (ECSDA) adoptaram, a 7 de Novembro último, um Código de Conduta, cujo objectivo é potenciar a transparência e a concorrência no sector da pós-negociação de valores mobiliários. Este Código inclui, entre outras, medidas destinadas a assegurar a transparência, condições de acesso e interoperabilidade, a separação de serviços e de contas e um procedimento de supervisão independente. Para cada conjunto de medidas será estabelecido um prazo máximo para a sua implementação, tendo-se optado por avançar em primeiro lugar com as medidas relativas à transparência de preços.

V. NOTAS FINAIS

A eficiência dos sistemas de liquidação e compensação de valores mobiliários em transacções transfronteiriças estará comprometida enquanto o sector público e o sector privado não convergirem na criação de um verdadeiro sistema integrado. O sistema actual, assente numa imensa cadeia de intermediários não pode deixar de se ressentir, pagando um preço em matéria de custos e de perda de eficácia, o que torna o mercado financeiro europeu bastante menos estimulante para os investidores (sobretudo em comparação com o mercado norte-americano). Embora a estrutura do mercado pareça querer desenvolver-se no sentido de uma cada vez maior internacionalização dos sistemas, cada um dos Estados Membros mantém, por regra, ainda um mercado de pós-negociação centrado, de forma monopolística, nas suas centrais nacionais, subsistindo diversas barreiras à entrada directa dos participantes estrangeiros.

Apesar dos diversos relatórios, recomendações e iniciativas regulatórias desenvolvidos na área da pós-negociação em anos recentes, e apesar da tendência no sentido da consolidação de que demos nota em ponto prévio, certo é que o processo de remoção das barreiras identificadas no primeiro Relatório *Giovannini* tem sido tudo menos célere. Muitos dos prazos fixados no segundo Relatório *Giovannini* encontram-se já ultrapassados sem que praticamente nenhuma das barreiras tenha sido efectivamente removida. As razões por detrás deste impasse prendem-se, no essencial, com a presença de interesses conflitantes por parte dos operadores do mercado, principalmente, daqueles que são favorecidos pelo *status quo* ou que, não o sendo, contabilizam como elevados os custos associados à reforma do sector.

Atento o panorama acima descrito, torna-se crucial que o impulso no sentido da mudança seja dado pelo sector público, ao nível da superestrutura legal, sendo o processo liderado pela Comissão com a adopção de uma Directiva relativa à pós-negociação que estimule os Estados Membros a adaptar as suas molduras legais no sentido da uniformização e da integração dos mercados.

Neste sentido, foram recentemente tornadas públicas as conclusões do Conselho da União Europeia sobre o tema da compensação e liquidação no espaço europeu¹⁵. O documento divulgado, depois de reconhecer o sector da pós-negociação como uma área chave na integração financeira na União Europeia, vem confirmar a necessidade de progresso substancial na implementação das várias medidas preconizadas,

dando nota (ainda que de forma implícita) das limitações da estratégia auto-regulamentadora até agora prosseguida e abrindo expressamente a porta à possível adopção de medidas regulatórias se o progresso não for satisfatório. Simultaneamente, o Conselho dirige um convite à Comissão, no sentido de acompanhar de perto o processo em curso no sector privado, produzindo relatórios e avaliações sobre a implementação prática do Código de Conduta (até Janeiro de 2007), as matérias relacionadas com a segurança dos sistemas de compensação e os progressos feitos na remoção das barreiras legais e fiscais identificadas no primeiro Relatório *Giovannini* (até Junho de 2007). Em Fevereiro de 2008, a Comissão deverá apresentar uma avaliação global da situação, bem como as medidas de política legislativa necessárias para assegurar o progresso no sentido da integração efectiva do sector da pós-negociação. No mesmo documento, o Conselho mobiliza ainda o Comité de Serviços Financeiros e o Comité Económico e Financeiro no sentido de acompanharem os progressos efectuados nos planos acima descritos, embora com um calendário ligeiramente desfasado face à actuação da Comissão, sugerindo ainda que o Comité de Serviços Financeiros acompanhe a evolução do processo de estruturação do TARGET2-Securities para posterior discussão no Conselho ECOFIN.

A almejada integração do mercado da pós-negociação na Europa encontra-se assim longe de estar concluída. Numa perspectiva optimista, 2008 poderá vir a revelar-se um ano auspicioso em matéria de compensação e liquidação à escala europeia, com evidentes ganhos para os investidores internacionais.

15- "Council conclusions on clearing and settlement", 2766th ECOFIN Council meeting, Bruxelas, 28 de Novembro de 2006, disponível em <http://www.consilium.europa.eu/Newsroom>.