



**Novidades da infraestrutura do mercado de capitais:  
o Regulamento n.º 909/2014 relativo à melhoria da  
liquidação de valores mobiliários na União Europeia  
e às Centrais de Valores Mobiliários**

[O presente texto constitui uma versão preliminar de texto a ser publicado na Revista de Direito das Sociedades no segundo semestre de 2015. Eventuais comentários ou sugestões podem ser enviados para [andré.figueiredo@plmj.pt](mailto:andré.figueiredo@plmj.pt)]

\* \*

\*

## **Novidades da infraestrutura do mercado de capitais: o Regulamento n.º 909/2014 relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários**

**ANDRÉ FIGUEIREDO\***

**Sumário:** 1. Introdução: o Regulamento n.º 909/2014 de 21 de Julho 2014 no quadro da reforma europeia do direito bancário e dos mercados de capitais; 2. A definição legal de CSD e os serviços prestados por CSDs; 3. O registo escritural numa CSD e a *disciplina da liquidação*: a) *As obrigações de inscrição escritural de valores mobiliários e de registo em CSD*; b) *O prazo de liquidação e a disciplina da liquidação*; 4. Autorização e supervisão de CSD: a) *O processo e os efeitos da autorização*; b) *Requisitos organizacionais, regras de conduta e requisitos prudenciais: panorama geral*; c) *Em especial, os deveres de segregação*; 5. Notas finais

### **1. Introdução: o Regulamento n.º 909/2014 de 21 de Julho 2014 no quadro da reforma europeia do direito bancário e dos mercados de capitais**

I. Na resposta à crise financeira de 2007-2008, o robustecimento da infraestrutura dos mercados de capitais não constituiu prioridade imediata<sup>1</sup>. Outros temas mais

---

\* Doutor em direito, advogado.

<sup>1</sup> Para um panorama geral da crise financeira de 2007/2008 como "*detonador da re-regulação*", cf. LUIS GUILHERME CATARINO / MANUELA PEIXE, 2014, "A nova regulamentação dos mercados financeiros – um *tsunami* regulatório (I)", Estudos IVM, disponível em [www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt). Na literature estrangeira, LUCAS ENRIQUES, "Regulators's Response to

prementes, desde a solvência das instituições financeiras à transparência do mercado de derivados, exigiram medidas imediatas para salvaguardar a integridade dos mercados e mitigar o impacto na economia real<sup>2</sup>. A primeira vaga de reformas destinadas a reforçar o quadro de direito europeu concentrou-se, por isso, no aprofundamento da harmonização do regime das instituições de crédito e na centralização da sua supervisão, através do chamado pacote CRD IV / CRR<sup>3</sup>, bem como na extensão do ambiente regulatório a outros focos de ameaça ao regular funcionamento dos mercados, antes dispensados de intervenção normativa, como a atividade das agências de *rating*<sup>4</sup> ou a negociação de instrumentos derivados de balcão<sup>5</sup>. Esta evolução profunda do quadro normativo europeu, marcada por uma progressiva substituição da *diretiva* pelo *regulamento* enquanto instrumento de harmonização, assim aprofundada em busca do chamado *European Rulebook*, alargou-se também a outros domínios já objeto de intervenção, em especial com alterações ao regime dos prospetos<sup>6</sup>, da transparência de sociedades cotadas<sup>7</sup>, da intermediação financeira<sup>8</sup> e do abuso de mercado<sup>9</sup>.

---

the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets", *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 29, 2009, pp 1147 ss.

<sup>2</sup> Cf. JENNIFER PAYNE / ELIZABETH HOWELL, "The creation of a european capital market", Research Handbook on the Law of the EU's Internal Market (P. KOUTRAKOS / J. SNELL), 2015, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2575717>.

<sup>3</sup> Cf. Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento ("CRD IV"), e Regulamento (UE) 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento ("CRR").

<sup>4</sup> Cf. Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco.

<sup>5</sup> Cf. Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações ("EMIR"). Sobre este normativo europeu, cf., entre outros, LUIS GUILHERME CATARINO / MANUELA PEIXE, "A nova regulamentação dos mercados financeiros – um tsunami regulatório (II)", Estudos IVM, disponível em [www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt).

<sup>6</sup> Cf. Directiva 2010/73/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que altera a Directiva 2003/71/CE, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e a Directiva 2004/109/CE, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado.

<sup>7</sup> Cf. Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013, que altera a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, a Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao prospeto a publicar em caso de

O processo de integração dos mercados de capitais, enquanto instrumento de realização do mercado interno, tornou porém incontornável o aprofundamento da harmonização do quadro normativo aplicável às infraestruturas do mercado, por natureza um domínio marcado por tradições e práticas muito diversas e objeto de regulamentação muito fragmentada, e em que a realidade económica, operacional sempre andou muito à frente do quadro jurídico. Isso mesmo impunha a pretendida segurança jurídica na conclusão de operações transfronteiriças sobre valores mobiliários, mas também no reconhecimento e atribuição dos direitos inerentes a valores mobiliários, em particular em cenários de insolvência de emitentes, intermediários financeiros e outros agentes do mercado. É justamente nesse âmbito que se integra a iniciativa de harmonização europeia dos direitos inerentes à titularidade de contas de valores mobiliários, conhecida por *Securities Law Legislation*, que no entanto – e provavelmente por pretender a *quadratura do círculo* - se encontra por ora num impasse<sup>10</sup>; e é também nesse âmbito que, com o anunciado objetivo de facilitar a liquidação de operações transfronteiriças de valores mobiliários e reforçar a segurança das centrais de custódia e registo de valores mobiliários, surge o Regulamento n.º 909/2014 relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários, publicado em 28 de agosto de 2014 e em vigor desde 17 de setembro do mesmo ano ("Regulamento CSD")<sup>11</sup>.

---

oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e a Diretiva 2007/14/CE da Comissão que estabelece as normas de execução de determinadas disposições da Diretiva 2004/109/CE.

<sup>8</sup> Através do pacote legislativo *DMIF II / RMIF*, composto pela Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU ("DMIF II"), e pelo Regulamento (UE) 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) 648/2012 ("RMIF").

<sup>9</sup> A revisão da Directiva relativa ao abuso de mercado deu-se, na verdade, através de Regulamento (Regulamento (UE) 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo ao abuso de mercado ("RAM") que revoga a Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE, da Comissão, tendo permanecido na nova Directiva nº 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho ("DAM") as sanções administrativas e/ou criminais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado.

<sup>10</sup> Mais informação disponível em [http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/securities-law/index_en.htm).

<sup>11</sup> Cf. art. 76.º/1. No presente texto, todas as disposições citadas sem referência expressa ao diploma legal em que se integrem pertencem ao Regulamento CSD.

II. O quadro normativo trazido pelo Regulamento CSD assenta em três pilares. Em primeiro lugar, procura o robustecimento das regras aplicáveis às chamadas *infraestruturas pós-negociação*, através da criação de um regime harmonizado relativo à liquidação de transações sobre valores mobiliários<sup>12</sup>. Em segundo lugar, consagra um regime jurídico único aplicável às entidades gestoras de sistemas de custódia e liquidação de valores mobiliários (na terminologia do Regulamento CSD, "CVM" ou "CSD"<sup>13</sup>), assente, designadamente, num regime autorizatório comum e na imposição de uma detalhada malha de regras organizacionais e de conduta, seguindo, de resto, uma lógica muito próxima daquela que, há mais tempo, vem sendo seguida para a regulação de intermediários financeiros e empresas de investimento. Em terceiro, o Regulamento CSD assume o objetivo de reforçar a concorrência no mercado dos serviços de registo e liquidação de valores mobiliários, facilitando a atuação numa base transfronteiriça, racionalizando as regras relativas à participação nos sistemas de liquidação, em especial impedindo práticas discriminatórias e anticoncorrenciais, e, ainda, regulando serviços auxiliares e de serviços de natureza bancária.

Para prosseguir este objetivos, a malha normativa do Regulamento CSD é extensa, detalhada e complexa, e alcança outros participantes no mercado para além das entidades que gerem sistemas de liquidação. Na verdade, não apenas é a gestão de sistemas centralizados também regulamentada – a partir do pressuposto, quase sempre verdadeiro, de que a gestão destes sistemas surge tipicamente associada à gestão de sistemas de liquidação -, como é previsto um conjunto assinalável de regras aplicáveis a entidades gestoras de plataformas de negociação e intermediários financeiros, em particular na sua qualidade de participantes nos sistemas de centralizados e de liquidação, adensando assim, ainda mais, a teia de deveres e obrigações resultantes da demais regulamentação europeia.

---

<sup>12</sup> Para uma descrição funcional da liquidação de operações sobre valores mobiliários, suas modalidades e principais características, cf., entre nós, o texto de S. LEITE BORGES / C. TAVARES LOREIRO, "Liquidação transfronteiriça de valores mobiliários: Desenvolvimentos recentes no espaço europeu", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 25, 2006, pp. 60 ss.

<sup>13</sup> Por razões de consistência, opto por seguir no texto a opção (talvez discutível) tomada na versão portuguesa do CSD de utilizar a abreviatura CSD, a partir do inglês *Central Securities Depositories*, em detrimento da abreviatura CVM (*Centrais de Valores Mobiliários*).

Acresce que, em muitos domínios, o Regulamento CSD não é autosuficiente, em dois níveis distintos. Por um lado, a sua aplicação terá sempre de ser conjugada com normativos dos direitos nacionais (primários ou secundários) que permanecem em vigor, bem como com as posições que, a esse respeito, serão necessariamente tomadas pelas autoridades nacionais de supervisão. A opção pelo regulamento enquanto instrumento de harmonização visa obviamente reduzir este espaço de relevância do direito e das práticas nacionais, mas ele continua incontornável. Por outro lado, o Regulamento CSD depende amplamente de concretização pela Comissão através das chamadas *normas técnicas de regulamentação* e *normas técnicas de execução* - que não podem implicar escolhas de política legislativa, encontrando-se o seu âmbito normativo plenamente delimitado pelo instrumento principal -, e também através de pareceres, orientações e recomendações de natureza não vinculativa a emitir, designadamente, pela ESMA. Por isso mesmo, algumas regras previstas no Regulamento CSD são necessariamente de aplicação faseada no tempo, por dependerem da implantação daquelas normas técnicas, a que acresce, por outro lado, a *vacatio legis* especificamente previstas para alguns preceitos.

III. Neste quadro, o principal objetivo do presente texto é então o de oferecer um panorama geral dos principais desenvolvimentos normativos trazidos pelo Regulamento CSD. Para este fim, depois de numa primeira parte se centrar na noção de CSD em que assenta o âmbito de aplicação da regulamentação europeia (cf. 2), o texto avança para uma descrição geral da chamada *disciplina da liquidação* (cf. 3) e do novo regime de autorização e supervisão de CSDs (cf. 4). Não será, naturalmente, esmiuçada na totalidade esta nova disciplina, o que de resto – e atenta a já assinalada insuficiência do quadro normativo - se afigura por ora impossível, sem prejuízo de alguns temas serem objeto de abordagem um pouco mais aprofundada, em particular aqueles que suscitam questões jurídicas mais complexas e de maior interesse.

Por referência ao direito português, e especificamente às regras relativas à liquidação de valores mobiliários constantes do Código dos Valores Mobiliários ("CdVM") e

outra legislação secundária<sup>14</sup> - incluindo as regras operacionais dos sistemas de registo e liquidação de valores mobiliários portugueses<sup>15</sup> -, o Regulamento CSD inova de forma significativa: por um lado, aponta para soluções diversas das previstas na lei portuguesa (ainda que, como veremos, não necessariamente diversas das práticas entretanto desenvolvidas no tráfego mobiliário), e que por força do primado do direito europeu deverão ser agora acolhidas; por outro, expande o ambiente regulatório, predispondo um conjunto amplo de regras sobre matérias que antes se encontravam isentas de regulamentação ou sujeitas apenas a regulamentação esparsa e não harmonizada. Assim, sem prejuízo do principal propósito do texto, identificado no parágrafo anterior, pretendo também assinalar algum do impacto que o Regulamento CSD terá no nosso ordenamento jurídico, expondo semelhanças e diferenças com o quadro jurídico até agora em vigor.

## 2. A definição legal de CSD e os serviços prestados por CSDs

I. Interessa começar pela definição de CSD constante do Regulamento CSD, decisiva na delimitação do âmbito de aplicação do instrumento. A técnica empregue é algo tortuosa: aquela definição (cf. art. 2.º/1/1) remete para um Anexo (secção A, ponto 3), que remete para outra definição (a de *sistema de liquidação*, cf. art. 2.º/1/10<sup>16</sup>) que, por seu turno, remete para uma outra Diretiva<sup>17</sup>. A isto acresce o que parece ser uma deficiência na versão

---

<sup>14</sup> A liquidação de valores mobiliários é objeto de regulamentação específica, ainda que de alcance limitado, nos arts. 258.º ss. CdVM, sendo depois concretizada pelo Regulamento CMVM n.º 5/2007. Por seu turno, o regime jurídico das sociedades gestoras de sistemas de liquidação resulta do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de Outubro ("DL 357-C/2007").

<sup>15</sup> Como é sabido, entre nós, os sistemas centralizados e de liquidação de valores mobiliários que se encontram, designadamente, ligados aos mercados geridos pela Euronext Lisboa são geridos pela Interbolsa — Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A. ("Interbolsa"). Nesse âmbito, e tal como imposto por lei (em especial, cf. art. 269.º), a Interbolsa regulamentou a gestão daqueles sistemas, valendo para o sistema centralizado — a *Central de Valores Mobiliários* — o Regulamento Interbolsa n.º 3/2000, e para o sistema de liquidação que lhe está associado o Regulamento Interbolsa n.º 3/2004.

<sup>16</sup> I.e. um sistema (na aceção do artigo 2.º/a), primeiro, segundo e terceiro travessões, da Diretiva 98/26/CE — cf. próxima nota) que não é gerido por uma contraparte central e cuja atividade consiste na execução de ordens de transferência.

<sup>17</sup> Cf. a Directiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de maio 1998, relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários, que é aqui relevante para a

portuguesa do Regulamento CSD, que não se verifica noutras versões, e que complica a tarefa interpretativa. Vejamos.

O primeiro traço tipificante de uma CSD é então *a gestão de um sistema de liquidação de valores mobiliários*<sup>18</sup>, i.e. de um sistema que possibilita ou executa os diversos actos direccionados à entrega e transferência da propriedade dos valores mobiliários (*liquidação física*) e ao pagamento do respectivo preço (*liquidação financeira*). Ficam de fora da definição as contrapartes centrais, objeto de regulamentação específica, designadamente no quadro do EMIR, bem como aqueles participantes na infraestrutura do mercado que se limitam a desempenhar funções administrativas relacionadas com o registo de valores mobiliários, mas que não permitem a conclusão de operações (*registrars* ou *transfer agents*).

Tal porém não basta para a qualificação como CSD; exige-se cumulativamente a prestação de pelo menos um dos seguintes serviços principais enumerados no referido Anexo, a saber: registo inicial de valores mobiliários num sistema de registo centralizado (*serviço de registo em conta*), estruturação e administração de sistema centralizado de valores mobiliários (*serviço de administração de sistema de registo centralizado*), ou gestão de sistemas de liquidação de valores mobiliários (*serviço de liquidação*). E é aqui que a versão portuguesa é susceptível de induzir em erro: ao exigir, literalmente, a prestação de *pelo menos um dos seguintes serviços principais enumerados no Anexo, Secção A*, e tendo em conta que a gestão de um sistema de liquidação consta já do Anexo como um dos serviços principais, a regra aqui vertida pode ser interpretada no sentido em que a qualificação como CSD se bastaria com a prestação de serviços de liquidação. Tal resultado –

---

definição de *sistema* enquanto acordo formal: (i) entre três ou mais participantes, excluindo o operador desse sistema, um eventual agente de liquidação, uma eventual contraparte central, uma eventual câmara de compensação ou um eventual participante indirecto, com regras comuns e procedimentos padronizados para a compensação, através de uma contraparte central ou não, ou execução de ordens de transferência entre os participantes; (ii) regulado pela legislação de um Estado-membro escolhida pelos participantes; contudo, os participantes apenas podem escolher a legislação de um Estado-membro em que pelo menos um deles tenha a sua sede; e (iii) designado, sem prejuízo de outras condições mais rigorosas de aplicação geral previstas na legislação nacional, como sistema e notificado à Comissão pelo Estado-membro cuja legislação é aplicável, depois de esse Estado-membro se ter certificado da adequação das regras do sistema.

<sup>18</sup> Sobre a noção de "valores mobiliários", que remete para a DMIF II, cf. 3.a) infra.



repita-se, induzido pelo elemento literal da norma em apreço – surge no entanto contrário à intenção normativa, que parece ser a de definir as CSD por referência à gestão de um sistema de liquidação e à prestação de um dos outros serviços principais elencados no Anexo. Isso mesmo resulta, de forma inequívoca, dos considerandos do Regulamento CSD, onde se escreve que *as CSDs deverão gerir pelo menos um sistema de liquidação de valores mobiliários e prestar um outro serviço principal*<sup>19</sup>, resultado que é igualmente claro quando consultadas outras versões do Regulamento<sup>20</sup>.

Assim, a bem da integridade das emissões de valores mobiliários, exige-se que a gestão de sistemas de liquidação seja necessariamente conjugada com a organização e gestão de um sistema centralizado de valores mobiliários – como sucede com as principais CSD internacionais, o Euroclear e o Clearstream, e também com a CSD portuguesa, a Interbolsa -, ou pelo menos com a intervenção no registo inicial no sistema centralizado de valores mobiliários. Neste quadro, parece ser ainda deixado aos direitos nacionais a conformação e natureza das contas em que assentam os sistemas centralizados e os sistemas de liquidação, sendo por isso possível que aqueles sistemas, uma vez interligados, funcionem a partir de um mesmo conjunto de contas, ou ao invés que – como sucede em Portugal – seja imposta uma distinção entre as contas de valores mobiliários (de titularidade e de controlo) e as contas do sistema de liquidação<sup>21</sup>.

II. Assim definidas as CSD, o Regulamento CSD cria para estas entidades um regime único de autorização e supervisão no espaço europeu. Na verdade, na generalidade dos

---

<sup>19</sup> Cf. Considerando 26, que refere ainda que tal conjugação é essencial para que as CSDs desempenhem o seu papel na liquidação de valores mobiliários e para assegurar a integridade das emissões de valores mobiliários.

<sup>20</sup> Na versão inglesa: *CSD means a legal person that operates a securities settlement system referred to in point (3) of Section A of the Annex and provides at least one other core service listed in Section A of the Annex*. Na versão francesa, *une personne morale qui exploite un système de règlement de titres visé à la section A, point 3, de l'annexe et fournit au moins un autre service de base figurant à la section A de l'annexe* (sublinhados meus).

<sup>21</sup> Como é sabido, vale no direito português um regime dualista, que distingue sistema centralizado e sistema de liquidação, e por isso distingue entre as contas de controlo do sistema centralizado e as contas de liquidação. Na prática, porém, esta distinção é atenuada pelo Regulamento Interbolsa n.º 3/2004, que no seu art. 14.º /5 dispõe que *os intermediários financeiros filiados no Sistema de Liquidação podem indicar como contas de liquidação, contas que tenham abertas no Sistema Centralizado*.

ordenamentos, a prestação dos serviços principais era já considerada uma atividade regulada, e por isso sujeita a autorização administrativa e a supervisão; era já assim, designadamente, no direito português<sup>22</sup>. Contudo, avançou-se para um regime uniforme, em que – como ficará bem patente nas linhas que se seguem – é notável o paralelismo com o padrão relatório a que se encontram sujeitos os intermediários financeiros no quadro da DMIF e DMIF II: em primeiro lugar, a atividade de gestão de sistemas de liquidação é sujeita a prévia autorização administrativa<sup>23</sup> e, para o efeito, é consagrado um processo autorizatório uniformizado<sup>24</sup>, cuja responsabilidade cabe às autoridades nacionais competentes<sup>25</sup> - em Portugal, a CMVM<sup>26</sup> - e que, uma vez concluído, facilitará a prestação de serviços em base transfronteiriça no espaço europeu; em segundo lugar, é imposta uma apertada malha regulatória, composta por requisitos organizacionais, requisitos prudenciais e normas de conduta aplicáveis, que uniformizam o desenvolvimento da atividade dos CSD e constituem, para os reguladores, verdadeiras pautas de supervisão.

Refira-se, ainda, que o Regulamento CSD contém uma norma transitória especificando o prazo a partir da qual as entidades que qualifiquem como CSD – incluindo as que atualmente gerem sistemas centralizados de valores mobiliários e de liquidação - deverão apresentar aquele pedido de autorização. Assim, nos termos do art. 69.º, as CSD devem formular tal pedido (e notificar as ligações entre CSDs) no prazo de seis meses a contar da data de entrada em vigor de um conjunto de normas técnicas de regulamentação que concretizam certos aspetos relacionados quer com o procedimento de autorização, quer com os requisitos operacionais e de conduta que serão depois aplicáveis. De acordo

---

<sup>22</sup> Cf. art. 88.º/2 CdVM, para os sistemas centralizados, art. 271.º/1 CdVM, para os sistemas de liquidação, e DL 357-C/2007 e Regulamento CMVM n.º 4/2007 para as entidades gestoras destes sistemas. Na verdade, valia para estas um sistema de registo junto da CMVM, cujo processo vem detalhado nos arts. 27.º a 30.º, que é agora substituído por um verdadeiro processo de autorização.

<sup>23</sup> Cf. arts. 16.º/1 e 18.º/2.

<sup>24</sup> Cf. art. 16.º e ss.

<sup>25</sup> Cf. art. 10.º, cuja lista deve ser publicada pela ESMA (art. 11.º). Ao lado das autoridades competentes, é consagrada também a categoria das autoridades relevantes, que incluem designadamente os bancos centrais e o BCE (relevantes para a liquidação de fundos associados a transações de valores mobiliários), e que devem também ser envolvidas nos processos de autorização e na supervisão de CSDs (cf. art. 12.º).

<sup>26</sup> Cf. art. 271.º/2 CdVM.

com a calendarização prevista no Regulamento CSD, tal significa um prazo limite que se situará ou no último trimestre de 2015, ou no primeiro de 2016.

III. Ao lado daqueles serviços principais atrás referidos, o Regulamento CSD lista depois, de forma não exaustiva, os serviços acessórios, de tipo não bancário e de tipo bancário, que podem ser prestados pelas CSD, de acordo com o âmbito e sujeitos às condições da respetiva autorização. Na verdade, muitos destes serviços são já hoje prestados pelas entidades responsáveis pela gestão de sistemas centralizados e de liquidação de valores mobiliários, que aproveitam o acesso a grandes volumes de valores mobiliários e a ligação a inúmeros emitentes, intermediários financeiros e investidores para expandir as suas atividades para áreas conexas, como a gestão de garantias (*collateral management*), o reporte e armazenamento de informação ou o estabelecimento de contacto com investidores<sup>27</sup>. A possibilidade de CSD prestarem tais serviços fica agora inequivocamente sujeita a autorização pelas autoridades competentes, essencialmente como forma de assegurar que tal expansão das atividades *core* das CSD não coloca em causa o seu perfil de risco<sup>28</sup>.

Pela sua relevância no tráfego mobiliário, merecem destaque os serviços de gestão de garantias prestados pelos principais CSDs internacionais (Euroclear, Clearstream), instrumentais para facilitar a constituição de garantias sobre valores mobiliários em situações transfronteiriças e, em particular, nos casos de titularidade indireta, beneficiando para o efeito de um quadro contratual padronizado e bem conhecido pelos agentes do mercado. Por outro lado, estes serviços servem também para promover a liquidez no mercado, reduzindo custos de transação e, com isso, facilitando operações de curto prazo

---

<sup>27</sup> A título ilustrativo, estes serviços de natureza não bancária incluem: serviços conexos com a liquidação de operações, como a organização de mecanismos de empréstimo de valores mobiliários e a gestão de garantias, a comparação e encaminhamento de instruções de liquidação e a confirmação e verificação de transações; serviços conexos com o registo em conta e a gestão de sistemas centralizados, tais como registos de acionistas, a organização de assembleias-gerais e serviços de informação; serviços associados ao lançamento de novas emissões ou ao estabelecimento de ligações entre CSDs.

<sup>28</sup> Cf. 4. infra.

(empréstimos, *repos*) envolvendo valores mobiliários custodiados junto de CSDs ou dos seus participantes. Tipicamente, a prestação deste tipo de serviços pressupõe a abertura de contas de titularidade diretamente junto da CSD, normalmente em nome da parte que presta a garantia, sendo que, depois e de acordo com diferentes níveis de intensidade e ingerência, compete à CSD ou simplesmente monitorizar o cumprimento do arranjo contratual (designadamente num cenário de incumprimento, ou de substituição dos bens originalmente dados em garantia), ou prestar serviços adicionais e mais complexos de avaliação e controlo de margens<sup>29</sup>.

Outro domínio em que é crescente a relevância de CSDs consiste na prestação de serviços conexos com a identificação de acionistas e estabelecimento de vias de comunicação com a sociedade emitente, em particular nos casos, comuns no tráfego, em que os valores mobiliários são detidos através de cadeias transfronteiriças de intermediários. Esta é, de resto, uma reconhecida insuficiência do quadro normativo do governo de sociedades cotadas e que, ao que tudo indica, será objeto de regulamentação específica no âmbito da esperada revisão da Diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos de acionistas, onde se espera justamente que a tarefa de identificação dos titulares finais de valores mobiliários por parte das CSDs seja facilitada, através da imposição de deveres de informação e cooperação a todos os intermediários que participam nas cadeias de titularidade (os quais, no atual quadro legal, muitas vezes se escudam nas obrigações de sigilo bancário)<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> As limitações no nosso direito à abertura de contas de titularidade diretamente junto do sistema centralizado (que é permitida excecionalmente nos termos do art. 91.º/6 CdVM, mas restrita depois a entidades que prestem serviços de liquidação – cf. art. 35.º/2 Regulamento n.º 14/2000), não permitem replicar, no nosso ordenamento, exatamente o modo como estes serviços de *collateral management* são prestados por CSDs internacionais, nomeadamente o Clearstream e o Euroclear, onde, ao invés e como explicado no texto, é genericamente permitida abertura de contas de titularidade direta.

<sup>30</sup> Cf. *Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades*, COM/2014/0213 final. Sobre este documento, e sobre as regras propostas a respeito do problema de identificação e a intervenção, nesse âmbito das CSDs, cf. A. FIGUEIREDO, "Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço da vigência da Diretiva 2007/36/CE e perspectivas de revisão", *Direito das Sociedades em Revista (Atas to III Congresso)*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 41 ss.

IV. Outro dos instrumentos preconizados no Regulamento CSD para fomentar a concorrência entre prestadores de serviços relacionados com as infraestruturas do mercado de capitais e, especificamente, com as estruturas de liquidação de operações consiste na possibilidade de as CSDa prestarem, acessoriamente, também certos serviços de natureza bancária, que estariam em princípio reservados para instituições de crédito. Trata-se aqui, essencialmente, da disponibilização de contas e prestação de serviços de depósito de numerário no quadro dos sistemas de liquidação, da concessão de crédito (dinheiro e valores mobiliários) destinados a permitir a liquidação de operações, da prestação de garantias e, genericamente, de serviços de pagamento e tesouraria<sup>31</sup>. Uma vez mais, também aqui a regulamentação segue a prática, uma vez que algumas das principais CSDs internacionais prestam já alguns destes serviços, recorrendo, para o efeito, a autorizações bancárias obtidas nos seus ordenamentos de origem.

A prestação conjunta pelas CSDs destes serviços bancários fica também sujeita a autorização específica<sup>32</sup>, e implica, na verdade, a aquisição da qualidade de instituição de crédito autorizada nos termos do art. 8.º da CRD IV, ainda que com atividades limitadas à prestação daqueles serviços auxiliares<sup>33</sup>. Em resultado, a CSD ficará sujeita ao quadro normativo europeu aplicável às instituições de crédito<sup>34</sup>, bem como às regras prudenciais mais apertadas previstas no Regulamento CSD, designadamente a respeito dos mecanismos internos de controlo e gestão de riscos (incluindo, com particular relevância, o risco associado ao crédito concedido no âmbito destas atividades auxiliares<sup>35</sup> e o risco de liquidez<sup>36</sup>). Compreensivelmente, a combinação da *licença bancária* e da *licença CSD* requer a coordenação entre diferentes autoridades de supervisão (em situações transfronteiriças,

---

<sup>31</sup> Cf. Anexo, Secção C.

<sup>32</sup> Cf. art. 54.º/1, sendo o procedimento detalhado no art. 55.º.

<sup>33</sup> Cf. 54.º/2/a) e 3. Se se pretender, ao invés, que os serviços sejam prestados por entidade jurídica distinta relacionada, tal entidade deve também estar autorizada como instituição de crédito e cumprir os requisitos adicionais previstos no Regulamento (cf. art. 54.º/2/b) e 4).

<sup>34</sup> Cf. art. 59.º/2.

<sup>35</sup> Cf. art. 59.º/3.

<sup>36</sup> Cf. art. 59.º/4.

mas mesmo dentro do mesmo ordenamento), seja no processo de autorização seja depois no decurso da supervisão prudencial, o que é também objeto de regulação específica no Regulamento CSD<sup>37</sup>.

### 3. O registo escritural numa CSD e a *disciplina da liquidação*

#### a) *As obrigações de inscrição escritural de valores mobiliários e de registo em CSD*

I. A primeira coordenada normativa trazida pelo Regulamento CSD é a obrigação, imposta aos emitentes europeus de valores mobiliários admitidos à negociação ou negociados em plataformas de negociação, de assegurar que esses valores mobiliários são representados sob forma escritural, seja mediante a respetiva imobilização, seja mediante a emissão direta sob forma desmaterializada (cf. art. 3.º/1). Em rigor, o alcance desta disposição extravasa o âmbito da liquidação de valores mobiliários, não se limitando a regular a fase pós-negociação. Sem prejuízo do óbvio intuito de facilitar a conclusão de operações de transferência de valores mobiliários<sup>38</sup>, estabelece-se um requisito geral de representação de valores mobiliários negociados em mercado – a forma escritural –, sendo deixada aos emitentes a opção de o cumprirem por via ou da imobilização de valores titulados (tipicamente, títulos globais)<sup>39</sup>, seja por via da emissão direta de valores escriturais<sup>40</sup>. Compreende-se esta postura agnóstica do Regulamento quanto a determinar se tal representação escritural se deve dar de forma mediata ou imediata, para não colidir com as diferentes tradições dos Estados membros ainda prevaletentes em face da falta de

<sup>37</sup> Cf. arts. 55.º e 60.º.

<sup>38</sup> O que, de resto, é expressamente reconhecido no considerando 11 do Regulamento.

<sup>39</sup> *I.e.* o ato de depositar os valores mobiliários titulados numa CSD de modo a que as transferências subsequentes possam ser efetuadas por registo em conta em sistema centralizado (cf. art. 2.º/1/3).

<sup>40</sup> *I.e.* o facto de determinados instrumentos financeiros existirem exclusivamente sob forma de registos escriturais (cf. art. 2.º/1/4).

harmonização, evitando dessa forma interferir no tema jurídico complexo dos direitos reconhecidos aos titulares de contas de registo de valores mobiliários<sup>41</sup>.

Interessa que nos detenhamos na definição de *valores mobiliários*, relevante na determinação do âmbito de aplicação desta obrigação. Por remissão expressa do Regulamento CSD<sup>42</sup>, vale aqui a definição constante da DMIF II<sup>43</sup>, que se refere genericamente às categorias de valores *negociáveis no mercado de capitais*<sup>44</sup>, com exceção dos meios de pagamento, aí incluindo, de forma não exaustiva, ações (bem como valores equivalentes relativos a sociedades de responsabilidade ilimitada), certificados de depósito de ações<sup>45</sup>, obrigações (incluindo dívida titularizada e certificados de depósito de títulos de dívida) e, ainda, outros valores que confirmam o direito à compra ou venda desses valores mobiliários<sup>46</sup>, ou dêem origem a uma liquidação em dinheiro, determinada por referência a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendimento, mercadorias ou outros índices ou indicadores. Ficam de fora desta definição, os instrumentos de mercado monetário, designadamente bilhetes do Tesouro, certificados de depósito e papel comercial<sup>47</sup>, que assim parecem escapar à obrigação de representação escritural prevista no art. 3.º/1.

Por outro lado, a delimitação do âmbito normativo por recurso à noção de *plataforma de negociação*<sup>48</sup> implica um alargamento significativo da projeção desta obrigação, que não se limita assim aos valores mobiliários negociados em mercado

---

<sup>41</sup> Sobre o tema, cf. A. FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 363 ss.

<sup>42</sup> Cf. art. 2.º/1/36.

<sup>43</sup> Cf. art. 4.º/1/44 DMIF II.

<sup>44</sup> De acordo com as indicações dadas pela Comissão ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf)), esta referência à negociação em mercado de capitais deve ser entendida em termos amplos, de modo a incluir todos os contextos em que se podem encontrar interesses compradores e vendedores em valores mobiliários. De acordo ainda com a posição transmitida pela Comissão, releva então a idoneidade para os valores em causa serem negociados numa plataforma de negociação – cf., também, art. 1.º/(g) CdVM.

<sup>45</sup> O que inclui, portanto, os chamados ADR (*american depository receipts*)

<sup>46</sup> O que inclui, designadamente, *warrants* ou direitos de subscrição (desde que negociáveis).

<sup>47</sup> Cf. art. 4.º/1/17 DMIF, por remissão do art. 2.º/1/37.

<sup>48</sup> Cujas definição remete para a constante da DMIF II.

regulamentado<sup>49</sup>, abrangendo igualmente aqueles negociados seja em sistemas de negociação multilateral<sup>50</sup>, seja em sistemas de negociação organizados<sup>51</sup>, que são trazidos para o ambiente regulado da liquidação de valores mobiliários e surgem, por isso, cada vez menos como *mercados não-regulamentados*<sup>52</sup>.

De qualquer modo, sem prejuízo do pretendido âmbito geral de aplicação, esta norma reveste um alcance prático limitado; na verdade, a generalidade dos valores mobiliários negociados em mercado, e seguramente a totalidade dos negociados em mercado regulamentado, são já, e por razões óbvias de operacionalidade, sujeitos a inscrição escritural (direta ou indireta)<sup>53</sup>. Por seu turno, releva a indicação clara de que compete ao emitente tomar as medidas necessárias para assegurar tal inscrição escritural, de acordo com a *vacatio legis* prevista no art. 76.º/2, nos termos da qual a exigência de inscrição escritural se aplica a partir de 1 de janeiro 2013, para valores mobiliários emitidos a partir desta data, e a partir de 1 de janeiro de 2025 para todos os outros.

---

<sup>49</sup> Cf. art. 4.º/1/21 DMIF II: um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e autorizado nos termos da DMIF II.

<sup>50</sup> Cf. art. 4.º/1/22 DMIF II: um sistema multilateral, operado por uma empresa de investimento ou um operador de mercado, que permite o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato nos termos da DMIF II. Cf. também art.º 200 CdVM. Sobre esta categoria de mercados, A. SANTOS, "Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspetiva Jurídica Actual, Cadernos CMVM, 42, 2012, pp. 8 ss.

<sup>51</sup> Cf. art. 4.º/1/22 DMIF II: um sistema multilateral que não seja um mercado regulamentado nem um MTF dentro do qual múltiplos interesses de compra e venda de obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão ou derivados manifestados por terceiros podem interagir de modo a que tal resulte num contrato nos termos da DMIF II.

<sup>52</sup> Seguindo-se, aqui, de resto, uma evolução análoga à registada noutras áreas da regulação dos mercados de capitais, em que se adensam as normas previstas para as estruturas de negociação antes sujeitas a menor ingerência do legislador europeu; veja-se, por exemplo, o alargamento normativo da generalidade dos regimes trazidos pela DAM e pelo RAM a respeito da disciplina da informação privilegiada e do abuso de mercado.

<sup>53</sup> No nosso direito, para os valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado a inscrição escritural é uma realidade incontornável, seja diretamente por opção do emitente (cf. art. 46.º/1 CdVM), seja por via de equiparação imposta por lei para os valores titulados que sejam inscritos em sistema centralizado (cf. art. 99.º/2/a) e 5 CdVM), o que é necessariamente o caso daqueles que se encontrem admitidos à negociação em mercado regulamentado (cf. art. 62.º CdVM, para os valores escriturais, e art. 99.º/2/a) para os valores titulados).



II. Depois de, no art. 3.º/1, o Regulamento CSD tratar da forma de representação, o art. 3.º/2 impõe a prévia inscrição numa CSD de valores mobiliários que sejam objeto de transações numa plataforma de negociação. Não se devem confundir as prescrições normativas de um e outro preceito: o n.º 1 lida com uma característica intrínseca dos valores mobiliários - a forma de representação -, impondo a inscrição registral (direta ou indiretamente), enquanto o n.º 2 lida com uma característica extrínseca e apenas eventual - mesmo para os valores escriturais -, impondo para valores mobiliários transacionados em plataformas de negociação a sua integração numa CSD<sup>54</sup>. O propósito desta regra é também evidente: pretende-se assegurar que a liquidação destas operações, porque concretizadas em mercados organizados (ainda que sujeitos a diferentes intensidades normativas), se opera num ambiente regulado, harmonizado e seguro, dessa forma facilitando a liquidação em contextos transfronteiriços e reduzindo riscos sistémicos.

De novo, o alcance prático desta exigência é limitado para valores mobiliários admitidos à negociação em plataformas de negociação (e, em particular, em mercado regulamentado), que na sua maioria se encontram, por razões tanto jurídicas<sup>55</sup> como de natureza operacional, já integrados em estruturas centralizadas de circulação e liquidação, nacionais ou internacionais. O seu alcance far-se-á sentir essencialmente a respeito de valores negociados em plataformas de negociação mais informais, que agora deverão assegurar ligação a um sistema de registo e de liquidação compatível com as exigências do Regulamento CSD. Por outro lado, poderá ser igualmente aplicável em situações em que a operação é executada numa plataforma de negociação através de um instrumento derivado (repo, opção), mas envolvendo como ativo subjacente valores mobiliários que não se

---

<sup>54</sup> Para promover o aludido objetivo de reforço da concorrência no mercado das CSD, o art. 49.º/1 dispõe que um emitente pode integrar a emissão de valores mobiliários numa CSD autorizada em qualquer Estado Membro, sem prejuízo de, independentemente dessa escolha, continuar a ser aplicável o direito ao abrigo do qual foram constituídos os valores mobiliários, designadamente no que diz respeito à relação entre o emitente e os titulares desses valores mobiliários ou terceiros e aos direitos e deveres inerentes aos valores mobiliários (tais como direitos de voto ou dividendos). Os demais números deste preceito regulam depois o procedimento de conducente à integração de uma emissão de valores mobiliários numa CSD.

<sup>55</sup> Como foi já notado, vale no direito português a obrigatoriedade de integração em sistema centralizado dos valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (art. 62.º CdVM), que porém não se aplica a valores negociados nas demais formas organizadas de negociação (cf. art. 198.º CdVM).

encontrem admitidos à negociação ou ainda não integrados em CSD. De qualquer modo, permanece alguma incerteza sobre quem se encontraria, nesse caso, obrigado a proceder ao registo na CSD, até porque o emitente poderia não ter qualquer intervenção na operação que gera essa obrigação<sup>56</sup>.

III. Não é também isenta de dúvidas a apreensão do alcance do 2.º parágrafo do art. 3.º/2, nos termos do qual se dispõe que *caso os valores mobiliários sejam transferidos na sequência de um acordo de garantia financeira, na aceção do artigo 2.º, n. 1, alínea a), da Diretiva 2002/47/CE<sup>57</sup>, esses valores mobiliários são registados sob forma escritural numa CSD antes ou na data de liquidação, a não ser que já tenham sido registados sob essa forma*. A dificuldade surge por causa da referência genérica a *valores mobiliários* constante da previsão da norma, contrastando com a maior precisão quer do primeiro parágrafo do artigo, que expressamente delimita a sua aplicação a transações de valores mobiliários efetuadas em plataforma de negociação, quer do n.º 1 do art. 3.º, que se refere, também de forma expressa, a valores mobiliários admitidos à negociação ou negociados em plataformas de negociação. Pode isto significar que o 2.º parágrafo do art. 3.º/2 se aplica genericamente à constituição de acordos de garantia financeira sobre valores mobiliários, sejam ou não estes negociados numa plataforma de negociação?

Sem prejuízo de uma indesejável incerteza, causada porventura por algum descuido na redação desta regra, deve interpretar-se este 2.º parágrafo do art. 3.º/2 em linha com o 1.º parágrafo do mesmo preceito e com o art. 3.º/1, sendo por isso o seu âmbito delimitado à celebração de acordos de garantia financeira sobre valores mobiliários negociados em plataformas de negociação. Para isso relevam argumentos de índole sistemática,

---

<sup>56</sup> De notar, ainda, que a *vacatio legis* prevista no art. 76/2 para o n.º 1 do art. 3.º parece não se aplicar a esta exigência de registo prévio em CSD, que assim se deve ter por aplicável desde a entrada em vigor do Regulamento CSD.

<sup>57</sup> Apesar de o texto da norma se referir a uma transmissão de valores mobiliários, esta referência ao art. 2.º/1/1 da Directiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de junho de 2002, relativa aos acordos de garantia financeira, torna claro que se pretende aqui abarcar as duas modalidades de acordos de garantia financeira regulados por aquele instrumento de direito europeu, seja assente na transferência de titularidade, seja na constituição de penhor – tal como, de resto, acolhido no nosso direito (cf. art. 2.º do DL 105/2004).

designadamente a referência ao tema nos considerandos do Regulamento CSD, onde surge mais evidente a intenção de fazer equivaler o âmbito de aplicação dos dois parágrafos do art. 3.º/2<sup>58</sup>, ou ainda o teor do art. 4.º/3 que, ao definir as autoridades nacionais competentes pela aplicação deste regime, parece efetivamente delimitar o âmbito de aplicação do art. 3/2, 2º parágrafo aos valores mobiliários previstos no art. 3.º/1 (*i.e.* destinados a ser negociados em plataforma de negociação). Por outro lado, não parece também compatível com as finalidades do Regulamento CSD e com o seu pretendido alcance normativo uma interpretação daquele preceito de tal forma abrangente e que implicasse uma evolução tão significativa e, na verdade, disruptiva no modo de constituição de acordos de garantia financeira, sem que sejam evidentes – ou mesmo ponderados – os eventuais ganhos com um tal desenvolvimento.

IV. Seja como for, interessa notar que, por força do disposto no art. 8.º/3, o desrespeito pelas exigências acima descritas não tem como efeito a invalidade dos negócios jurídicos de direito privado que envolvam os valores mobiliários em causa, nem impede a devida execução das cláusulas contratuais acordadas. As partes ficarão sujeitas a eventual sanção administrativa a aplicar pela autoridade competente – em particular o emitente, quando lhe compita assegurar a inscrição registral dos valores mobiliários numa CSD -, mas não é afetada a existência e validade jurídica dos contratos, designadamente os conducentes a uma transmissão de valores mobiliários ou à constituição de garantia financeira.

*b) O prazo de liquidação e a disciplina da liquidação*

---

<sup>58</sup> Escreve-se aí que *uma vez que as transações desses valores mobiliários são executadas em plataformas de negociação reguladas pela Diretiva 2014/65/UE e pelo Regulamento (UE) n.º 600/2014 ou dadas em garantia nas condições previstas na Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, tais valores mobiliários deverão ser registados no sistema centralizado de registo escritural de uma CSD.*

I. A falta de harmonização das regras relativas aos períodos de liquidação de operações realizadas em mercado, bem como a manutenção, nalguns ordenamentos, de períodos excessivamente longos eram há muito apontadas como causa de insegurança e riscos operacionais acrescidos para investidores, intermediários financeiros e demais participantes no mercado; em particular, num cenário em que volumes substanciais de valores mobiliários são detidos através de complexas cadeias transfronteiriças, que requerem a intervenção de CSD domésticas e internacionais e de múltiplos intermediários. Nesse quadro, um dos temas em que o Regulamento CSD inovou for justamente o do *prazo da liquidação*, i.e. o período entre a conclusão da negociação em mercado e a efetiva entrega dos valores mobiliários subjacentes, que é agora objeto de harmonização no âmbito do art. 5.º.

Para o efeito, o n.º 1 do preceito estabelece uma obrigação genérica aplicável aos participantes nos sistemas de liquidação, que é a de liquidar na *data de liquidação prevista*<sup>59</sup> as operações sobre valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário, unidades de participação em organismos de investimento coletivo e licenças de emissão. Não sendo estabelecido, aqui, um prazo mínimo de liquidação, mas apenas o reforço da obrigação de os participantes respeitarem os prazos previstos no sistema de liquidação em causa, consoante a modalidade de liquidação aplicável, interessa notar que o âmbito de aplicação desta regra é, na verdade, mais amplo do que aquelas até aqui analisadas, uma vez que abrange outros tipos de instrumentos financeiros e não apenas valores mobiliários.

O n.º 2, por seu turno, aplica-se exclusivamente a transações sobre valores mobiliários que sejam executadas numa plataforma de negociação, impondo para estas que a data de liquidação prevista não pode ser posterior ao segundo dia útil a contar da data em que é efetuada a negociação<sup>60</sup>. Este requisito, que reforça a aproximação da disciplina da

<sup>59</sup> I.e. a data que é introduzida no sistema de liquidação de valores mobiliários como data de liquidação, acordada entre as partes de uma transação de valores mobiliários – cf. art. 2.º/1/12)

<sup>60</sup> Fica assim ultrapassado o disposto no art. 12.º/1 do Regulamento CMVM n.º 5/2007, que estabelece para operações realizadas em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral um prazo máximo de liquidação de três dias úteis. Refira-se, de qualquer modo, que nos termos do art. 17.º do Regulamento Interbolsa n.º

liquidação para as diversas categorias de plataforma de negociação e que é aplicável já desde 1 de Janeiro de 2015<sup>61</sup>, é compreensivelmente execionado para transações que, embora executadas em plataformas de negociação, sejam negociadas de forma privada, para transações que, embora reportadas a uma plataforma de negociação, sejam executadas bilateralmente<sup>62</sup>, e para a primeira transação de valores mobiliários que estejam sujeitos a um registo inicial sob forma escritural por força do artigo 3.º/2.

A este respeito, interessa notar que esta regra terá aplicação naquelas operações complexas sobre valores mobiliários, constituídas por uma sucessão de transações (v.g. acordos de recompra, empréstimos de valores mobiliários), mesmo que tais operações não qualifiquem, elas próprias, enquanto valores mobiliários. Significa isto que a obrigação de liquidação *T+2* será, nesses casos, aplicável à primeira transação que envolva a transferência de valores mobiliários, mas naturalmente apenas se os valores mobiliários que constituem o seu ativo subjacente se encontrem, eles sim, admitidos à negociação numa plataforma de negociação.

II. A fim de definir os princípios definidores do que o diploma chama de *disciplina da liquidação*, os artigos 6.º e 7.º servem depois para, num estilo nem sempre facilmente compreensível, estabelecer uma detalhada malha de deveres e requisitos prudenciais e comportamentais, aplicáveis a um conjunto amplo de sujeitos que intervêm no processo de liquidação. Pretende-se assegurar a integralidade dos processos de liquidação, seja prevenindo situações em que possam ocorrer as chamadas *falhas de liquidação*, seja

---

3/2004, e no que diz respeito a operações garantidas (pela LCH Clearnet como contraparte central), se prevê já a liquidação no segundo dia útil seguinte ao da realização das operações.

<sup>61</sup> Cf. art. 76.º/3. Na verdade, a Interbolsa adotou a alteração do ciclo de liquidação de *T+3* para *T+2* em 6 de Outubro de 2014, em conjunto com grande parte dos mercados europeus (a saber: Áustria, Bélgica, Croácia, Chipre, República Checa, Dinamarca, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Islândia, Itália, Irlanda, Holanda, Letónia, Liechtenstein, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Noruega, Polónia, Roménia, Eslováquia, Espanha (para obrigações), Suécia, Suíça, e Reino Unido. Bulgária, Alemanha e Eslovénia já liquidavam em *T+2*).

<sup>62</sup> Em linha com esta regra dispunha já o art. 12.º/2 do Regulamento CMVM n.º 5/2007 que *a liquidação de operações realizadas fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral tem lugar: a) em momento acordado entre os participantes; ou b) na falta de acordo, em prazo fixado nas regras do sistema.*

prevendo mecanismos aptos a mitigar as consequências de eventuais falhas que venham mesmo a ocorrer. Este é, justamente, um dos domínios em que o campo subjetivo de aplicação do Regulamento CSD se alarga, através de um conjunto de regras importantes a que, para além das já previstas na DMIF II, ficam sujeitos os intermediários financeiros participantes nesses sistemas e os gestores de plataformas de negociação.

As regras previstas no art. 6.º, de teor algo programático e, por isso, amplamente dependentes de concretização por via de normas técnicas de regulamentação a preparar pela ESMA e adotar pela Comissão<sup>63</sup>, visam então prevenir a ocorrência de falhas de liquidação (*i.e.*, situações em que os intermediários financeiros envolvidos no processo de liquidação não dispõem ou simplesmente não entregam os valores mobiliários objeto da transação), estabelecendo, para esse fim, obrigações genéricas de as CSDs implementarem procedimentos aptos a facilitar e incentivar a liquidação de transações nas datas previstas<sup>64</sup>. Além disso, tais regras procuram, de um lado, mitigar riscos de contraparte e de liquidez<sup>65</sup>, bem como impor deveres de informação e comunicação entre agentes<sup>66</sup>; e, de outro, mitigar os riscos de natureza eminentemente operacional suscitados pelo incontornável recurso a sistemas e mecanismos automatizados.

III. O regime previsto no art. 7.º, por seu turno, destina-se à resolução de falhas de liquidação que venham efetivamente a ocorrer. Exige-se, em primeiro lugar, que as CSD implementem sistemas de controlo que permitam identificar a frequência, causas e características de tais falhas, informação esta que, por um lado, deve ser publicamente divulgada e, por outro, deve ser transmitida às autoridades de supervisão (e, por estas, à

---

<sup>63</sup> Cf. art. 6.º/5.

<sup>64</sup> Cf. art. 6.º/3 e 4.

<sup>65</sup> Cf. art. 6.º/3.

<sup>66</sup> Cf. art. 6.º/1, que impõe às entidades gestoras de plataformas de negociação a obrigação de confirmação pronta da informação relativa a transações concluídas; e art. 6.º/2, que exige às empresas de investimento a implementação de mecanismos que garantam a comunicação imediata de uma atribuição de valores mobiliários à transação, a confirmação dessa atribuição e a confirmação da aceitação ou rejeição dos termos em tempo útil antes da data de liquidação prevista.

ESMA)<sup>67</sup>. Procura-se, com este regime, maior transparência a respeito do funcionamento dos sistemas de liquidação, permitindo aos participantes no mercado avaliar a respetiva performance e integridade, mas também assegurar, da parte das autoridades de supervisão, a monitorização de eventuais riscos sistémicos resultantes de um número elevado de falhas de liquidação. Um segundo vetor, que assume um intuito dissuasor de situações patológicas, consiste na obrigatoriedade de as CSDs criarem um regime sancionatório para os participantes responsáveis pelas falhas de liquidação, assente em sanções pecuniárias calculadas durante o período em que dure o incumprimento<sup>68</sup>. Acresce, ainda, a obrigação de as CSDs (mas também contrapartes centrais e entidades gestoras de plataformas de negociação) implementarem procedimentos de suspensão de participantes que, de forma sistemática, incumprem as suas obrigações relacionadas com a liquidação de transações<sup>69</sup>.

Central neste campo da resolução de falhas de liquidação é, depois, a consagração, por um lado, de um direito de anulação da transacção sempre que a falha persista além do chamado *prazo de prorrogação* e, por outro, de um procedimento imperativo de recompra de valores mobiliários, destinado a remediar situações de incumprimento e mediante o qual esses instrumentos são disponibilizados para liquidação, sendo entregues ao participante destinatário dentro de um prazo adequado e permitindo, com isso, a efetiva conclusão da negociação de valores mobiliários<sup>70</sup>. Dependendo do tipo de transacção (e, portanto, da modalidade de liquidação aplicável), a entidade responsável pela recompra pode ser uma contraparte central, quando se trate de operação em que esta intervenha<sup>71</sup>, um participante

---

<sup>67</sup> Cf. art. 7.º/1.

<sup>68</sup> Cf. art. 7.º/2. Este regime sancionatório foi, na sequência de solicitação da Comissão Europeia, objeto de um *draft Technical Advice* produzido pela ESMA no final de 2014, esperando-se até ao final de 2015 a publicação da versão definitiva do documento. No documento, a ESMA detalha os parâmetros a ter em conta na determinação destas sanções pecuniárias, considerando o tipo de valores mobiliários envolvidos, a natureza e valores das transações em causa, entre outros, sendo aí reafirmado o intuito dissuasor de situações patológicas deste mecanismo, que assim não constitui o instrumento de compensação de perdas sofridas por outro participante no sistema.

<sup>69</sup> Cf. art. 7.º/9.

<sup>70</sup> Cf. art. 7.º/3. Na verdade, o direito português impunha já que os sistemas de liquidação acomodassem um tal procedimento de substituição para casos de incumprimento das obrigações relacionadas com a liquidação. Vem previsto no art. 280.º CdVM, sendo detalhado no art. 13.º do regulamento CMVM n.º 5/2007.

<sup>71</sup> Cf. art. 7.º/10/a).

numa plataforma de negociação, nos termos do respectivo regulamento interno<sup>72</sup>, ou um participante no sistema de liquidação<sup>73</sup>. Para preservar o seu perfil de risco, as CSDs parecem isentas deste dever de substituição de participantes faltosos, apesar, de juntamente com as entidades gestoras do mercado (e as contrapartes centrais, quando aplicável), serem ativamente envolvidas no processo de aquisição em mercado dos valores mobiliários em falta e subsequente entrega ao participante não faltoso. Por outro lado, e a fim de evitar um impacto negativo na liquidez e eficiência do mercado, as regras a que fica sujeito tal procedimento de recompra são adaptadas às especificidades dos diferentes mercados de valores mobiliários e plataformas de negociação, bem como às características de operações complexas tais como acordos de recompra ou empréstimos de valores mobiliários de muito curto prazo.

A ideia subjacente a este mecanismo, que não será aplicável caso seja aberto um processo de insolvência contra o participante em situação de incumprimento<sup>74</sup>, é então a disseminação pelos demais participantes no sistema do risco de ocorrência de falhas de liquidação, sem prejuízo da penalização e responsabilização do participante em situação de incumprimento<sup>75</sup>, a quem caberá sempre suportar os custos incorridos no processo de recompra<sup>76</sup>. De referir, porém, que este regime se encontra sujeito a concretização adicional através de normas técnicas de regulamentação, no âmbito das quais serão definidos aspetos decisivos deste regime, designadamente a determinação da ou das entidades efetivamente obrigadas a substituir o participante faltoso, adquirindo os valores

---

<sup>72</sup> Cf. art. 7.º/10/b).

<sup>73</sup> Cf. art. 7.º/10/c).

<sup>74</sup> Cf. art. 7.º/12).

<sup>75</sup> Por exemplo, dispõe o n.º 6 do preceito que, sem prejuízo do aludido regime sancionatório, se o preço das ações acordado à data da negociação for superior ao preço pago pela execução da recompra, a diferença correspondente é paga ao participante destinatário pelo participante em situação de incumprimento o mais tardar no segundo dia útil após a entrega dos instrumentos financeiros, na sequência da recompra. Além disso, nos termos do n.º 7, se não tiver sido efetuada ou não for possível efetuar a recompra, o participante destinatário pode optar por receber uma indemnização pecuniária ou por diferir a execução da recompra para uma data posterior adequada. Se os instrumentos financeiros em causa não forem entregues ao participante destinatário até ao termo do período de diferimento, é efetuado o pagamento da indemnização pecuniária

<sup>76</sup> Cf. art. 7.º/8.



mobiliários em falta<sup>77</sup>. Outra preocupação neste âmbito diz respeito à aplicação destas obrigações de *buy-in* (e também do regime sancionatório atrás referido) nos casos em que os valores mobiliários sejam detidos através de cadeias de intermediação, caso em que deverá naturalmente ser evitada a multiplicação de remédios e medidas sancionatórias.

IV. Uma nota final a respeito das exigências de transparência impostas aos chamados *internalizadores de liquidação*, i.e. aqueles intermediários e empresas de investimento que executem ordens de transferência em nome dos clientes ou por conta própria através de meios distintos de um sistema de liquidação de valores mobiliários<sup>78</sup>. Exige-se então a estes internalizadores de liquidação que comuniquem periodicamente às respetivas autoridades de supervisão o volume de operações liquidadas fora de sistemas de liquidação, cabendo depois a estas transmitir a informações à ESMA e identificar potenciais riscos decorrentes destas operações de liquidação *fora de sistema*<sup>79</sup>. Seguindo um padrão de regulação paralelo ao que foi seguido noutros domínios (por exemplo, com as operações de derivados OTC), procura-se com este regime tornar mais transparente o funcionamento das práticas e estruturas pós-negociação desenvolvidas pelo mercado, procurando por essa via mitigar o inevitável risco sistémico associado a volumes significativos de liquidação de operações ocorrido fora dos sistemas não sujeitos ao quadro normativo trazido pelo Regulamento CSD.

#### 4. Autorização e supervisão de CSD

##### a) O processo e os efeitos da autorização

---

<sup>77</sup> Cf. art. 7.º/15.

<sup>78</sup> No nosso direito, cf. arts. 252.º ss. CdVM. Veja-se C. DIAS PEREIRA, "Internalização Sistemática – Subsídios para o estudo de uma nova forma organizada de Negociação", *Cadernos CMVM*, 2007, pp. 150 ss.

<sup>79</sup> Cf. art. 9.º/1.

I. Como foi assinalado atrás, uma das mais salientes novidades trazidas pelo Regulamento CSD foi a criação para o espaço europeu de um regime único de autorização e supervisão de CSDs, que adapta para estes agentes - no conteúdo e no método - o quadro regulatório entretanto consolidado para as empresas de investimento. A atividade das CSDs fica assim genericamente sujeita a autorização administrativa prévia, que consoante o tipo de serviços a prestar e o respetivo âmbito territorial pode envolver diferentes autoridades (num mesmo Estado membro, ou em mais do que um), bem como a uma pauta de supervisão comum e harmonizada, assente em requisitos organizacionais, requisitos prudenciais e normas de conduta aplicáveis<sup>80</sup>.

Para este fim, o Regulamento CSD detalha os termos em que se deve desenrolar o processo de autorização – ainda que o regime permaneça sujeito a posteriores desenvolvimentos pela ESMA<sup>81</sup> -, impondo deveres de informação aos requerentes, prevendo procedimentos de cooperação entre as *autoridades competentes*, *autoridades relevantes* e *autoridades competentes* noutros Estados Membros, e estabelecendo um prazo máximo de seis meses para a tomada de decisão relativa à concessão ou recusa da autorização.

Concluído o processo, a autorização deve identificar quais de entre os serviços principais (a gestão de um sistema de liquidação, a prestação de serviços de registo em conta ou a prestação de serviços de administração de sistema de registo centralizado) e os serviços acessórios a CSD fica habilitada a prestar<sup>82</sup>. A fim de preservar o perfil de risco das CSDs, a sua atividade deve ser tendencialmente exclusiva e delimitada à prestação daqueles serviços, sendo por exemplo vedada a detenção de participações sociais em entidades que

---

<sup>80</sup> Acrescem ainda, no nosso ordenamento, as regras de conduta previstas nos arts. 32.º a 39.º e as regras prudenciais previstas nos arts. 40.º e 41.º, todos do DL 357-C/2007, que na medida em que não seja incompatíveis com o quadro de direito europeu, permanecem também aplicáveis.

<sup>81</sup> Cf. art. 17.º/9 e 10.º.

<sup>82</sup> Cf. art. 16.º/2. Em termos análogos ao regime previsto para as empresas de investimento, fica igualmente sujeito a autorização o eventual recurso a terceiros para a prestação de um dos serviços principais, ou a intenção de expandir as atividades da CSD além dos serviços inicialmente autorizados (cf. art. 19.º/1)

desenvolvam atividade diversa<sup>83</sup>. Também o estabelecimento de ligações interoperáveis<sup>84</sup> entre CSDs fica sujeito a autorização pelas autoridades competentes, que em caso de divergência quanto ao pedido ficam sujeitas a mediação da ESMA, sendo tais pedidos recusados apenas quando a ligação pretendida entre CSDs ameaçar o funcionamento correto e ordenado do mercado ou originar um risco sistémico<sup>85</sup>. Os fundamentos de revogação (total ou apenas parcial) da autorização vêm depois previstos no art. 20.º. Uma vez autorizada, a CSD deve igualmente ser inscrita num registo a manter pela ESMA<sup>86</sup>.

II. Aspeto inovador do regime trazido pelo Regulamento é a criação de um verdadeiro *passaporte europeu* para a atividade das CSDs, seguindo, também aqui, um modelo semelhante ao previsto para as atividades de intermediação financeira e, em certa medida, para as atividades bancárias. Assim, nos termos do art. 23.º, uma CSD autorizada num Estado Membro pode livremente prestar serviços noutra Estado Membro, incluindo através de sucursal. Esta liberdade de prestação transfronteiriça de serviços, que se encontra naturalmente limitada aos serviços autorizados no Estado de origem (i.e. aquele em que a CSD está estabelecida), fica dependente de um processo simplificado assente numa notificação à autoridade competente do Estado de origem<sup>87</sup> e subsequente troca de informações entre esta e a autoridade competente do Estado de acolhimento. A CSD ficará habilitada a prestar os serviços pretendidos quando receba comunicação de aprovação pela autoridade competente do Estado de acolhimento, ou no prazo de 3 meses contados a

---

<sup>83</sup> Cf. art. 18.º/3.

<sup>84</sup> Uma ligação entre CSDs é definida como um acordo entre CSDs, mediante o qual uma CSD adquire a qualidade de participante no sistema de liquidação de valores mobiliários de outra CSD a fim de facilitar a transferência de valores mobiliários dos participantes desta última CSD para os participantes da primeira CSD ou um acordo mediante o qual uma CSD acede indiretamente a outra CSD através de um intermediário (art. 2.º/1/29). Por seu turno, uma ligação interoperável consiste numa ligação entre CSDs mediante a qual estas acordam no estabelecimento recíproco de soluções técnicas em matéria de liquidação nos sistemas de liquidação de valores mobiliários por elas geridos (art. 2.º/1/33).

<sup>85</sup> Cf. art. 19.º/3 e 4. É também regulado no art. 19.º/6 o estabelecimento de ligações com CSDs de países terceiros.

<sup>86</sup> Cf. art. 21.º.

<sup>87</sup> Cf. art. 23.º/3.

partir do envio do processo pela autoridade competente do Estado de origem<sup>88</sup>. Para os casos em que a prestação transfronteiriça de serviços se dê por via da constituição de sucursal, a supervisão é repartida entre as autoridades competentes do Estado membro de origem e do Estado membro de acolhimento, nos termos das regras previstas no art. 24.<sup>o</sup><sup>89</sup>.

Já para CSD de países terceiros, a prestação de serviços fica sujeita a autorização a conceder pela ESMA, com base num *juízo de equivalência* destinado a avaliar se tal CSD constituído fora da UE se encontra sujeito a um regime regulatório e de supervisão que ofereça garantias de integridade e segurança<sup>90</sup>.

*b) Requisitos organizacionais, regras de conduta e requisitos prudenciais: panorama geral.*

I. Em linha com o cariz da regulação das atividades de intermediação financeira, as atividades das CSDs são objeto de uma detalhada malha normativa, pela primeira vez harmonizada a nível europeu, que assenta na conjugação de requisitos organizativos, regras de conduta e requisitos prudenciais. A prossecução dos objetivos deste instrumento de direito europeu faz-se assim, reflexamente, através da estatuição de um acervo detalhado de *padrões de controlo*, cujo cumprimento pelas CSDs deve ser acompanhado e escrutinado pelas autoridades de supervisão. Não cabe neste estudo mais do que uma perspetiva geral destes regimes, que, por isso, não serão aqui analisados de forma detalhada, com exceção das regras dedicadas aos deveres de segregação e previstas no art. 38.<sup>o</sup>, onde me pretendo deter um pouco mais adiante.

---

<sup>88</sup> Cf. art. 23.<sup>o</sup>/6.

<sup>89</sup> Cf. art. 24.<sup>o</sup>.

<sup>90</sup> Cf. art. 25.<sup>o</sup>/4. Na literatura especializada, KAREL LANNOO / DIEGO VALIANTE, "Prospects and Challenges of a Pan-European Post-Trade Infrastructure", ECMI Policy Brief, 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2174367>.

II. Os requisitos organizativos partem de uma norma de cariz programático, que estabelece que as CSDs devem dispor de *mecanismos de governo sólidos, incluindo uma estrutura organizativa clara, com linhas de responsabilidade bem definidas, transparentes e coerentes, processos eficazes de identificação, gestão, controlo e comunicação dos riscos a que estejam ou possam vir a estar expostas, políticas adequadas de remuneração e mecanismos adequados de controlo interno, nomeadamente procedimentos administrativos e contabilísticos sólidos*<sup>91</sup>. Estes princípios genéricos são contudo objeto de limitada concretização no próprio Regulamento CSD, que em grande medida remete, para esse efeito, para as normas técnicas de regulamentação a preparar pela ESMA e a adotar pela Comissão, limitando-se a estabelecer obrigações genéricas relacionadas com a implementação de políticas e regulamentos internos, incluindo a respeito da prevenção e gestão de situações de conflitos de interesses<sup>92</sup>, exigências de transparência a respeito da estrutura de governo e mecanismos de controlo interno<sup>93</sup>, a existência de instrumentos de comunicação de irregularidades<sup>94</sup> e a realização e comunicação de auditorias internas<sup>95</sup>. São igualmente detalhados deveres respeitantes à guarda e manutenção de registos<sup>96</sup> e à subcontratação de prestadores de serviços<sup>97</sup>.

Objeto de maior concretização são as regras relativas ao governo societário de CSDs. Em linha com a intervenção comunitária neste domínio, é adotada uma abordagem funcional, que não preconiza estruturas de governo específicas, permanecendo por isso viáveis as opções proporcionadas pelos direitos nacionais. Ainda assim, são estabelecidos requisitos de idoneidade, diversidade e competência para os quadros superiores e os membros do órgão de administração da CSD, sendo estes últimos também sujeitos a

---

<sup>91</sup> Cf. art. 26.º.

<sup>92</sup> Cf. art. 26.º/2 e 3.

<sup>93</sup> Cf. art. 26.º/4.

<sup>94</sup> Cf. art. 26.º/5.

<sup>95</sup> Cf. art. 26.º/6.

<sup>96</sup> Cf. art. 29.º.

<sup>97</sup> Cf. art. 30.º e art. 31.º, este último respeitante à prestação de serviços de registo de valores mobiliários.

requisitos mínimos de independência<sup>98</sup>. Por seu turno, os acionistas com capacidade para exercer controlo (direto ou indireto) sobre a atividade da CSD são igualmente sujeitos a requisitos de idoneidade e de transparência, a escrutinar pelas autoridades de supervisão<sup>99</sup>.

Ainda a respeito do governo das CSDs, e como instrumento de governo que procura acomodar os interesses de um *stakeholder* particular deste tipo de entidades, é interessante notar a obrigatoriedade de criação de um *comité de utilizadores*, a ser composto por representantes dos emitentes e dos participantes naqueles sistemas e que devem atuar com independência face à CSD<sup>100</sup>. Trata-se de uma inovação enquadrada no objetivo de promover a concorrência no mercado das CSDs, procurando que as diferentes entidades que recorrem aos serviços por estas prestados e que participam nos sistemas de liquidação possam monitorizar de perto a atuação das entidades gestoras, em especial com o intuito de aconselhar a respetiva gestão e de identificar eventuais condutas discriminatórias.

III. A respeito das normas gerais de conduta, merece também referência breve o regime destinado a racionalizar os requisitos impostos pelas CSDs para a participação nos sistemas por si geridos. Com vista, uma vez mais, a evitar comportamentos anticoncorrenciais e discriminatórios, tais critérios devem garantir um acesso aberto e equitativo, a partir de critérios transparentes, objetivos e não discriminatórios, que deverão ser divulgados publicamente<sup>101</sup>. Eventuais critérios restritivos do acesso às plataformas geridas por CSDs deverão ser justificados a partir de riscos específicos, e a recusa de admissão pela CSD de uma entidade enquanto participante num sistema por si gerido deve

---

<sup>98</sup> Cf. art. 27.º/1, 2 e 4. O n.º 3 do preceito, por seu turno, impede qualquer ligação entre a remuneração dos membros não executivos e independentes do órgão de administração e os resultados da atividade da CSD.

<sup>99</sup> Cf. art. 27.º/6 e 7. Trata-se de um procedimento em linha com aquele que, de resto, vigorava já no direito português, previsto nos arts. 9.º a 15.º do DL 357-C/2007 (por remissão do art. 46.º do mesmo diploma), que porém impõe o controlo administrativo de titulares de participações qualificadas quando seja ultrapassada a fasquia dos 10% do capital social ou direitos de voto da sociedade gestora, e não apenas quando exista controlo ou influência significativa. São aí igualmente detalhadas as consequências da violação deste dever de comunicação prévia da aquisição ou reforço de participações qualificadas, assente no instituto da inibição dos direitos de voto, que não tem paralelo no Regulamento CSD e que, por isso, se deve entender ainda aplicável.

<sup>100</sup> Cf. art. 28.º/1 e 2.

<sup>101</sup> Cf. art. 37.º/1.

ser objeto de fundamentação<sup>102</sup>, passível de reclamação junto da autoridade de supervisão competente. Na mesma linha, as CSDs devem divulgar os preços e comissões cobrados pelos serviços prestados<sup>103</sup>.

Quanto às regras respeitantes aos serviços principais prestados pelas CSDs, é imposto um dever de reconciliação diária entre os valores mobiliários respeitantes a uma emissão integrada na CSDs e os valores correspondentes inscritos em cada uma das contas abertas pelos participantes (ou, se aplicável, nas próprias contas de titularidade mantidas pela CSD)<sup>104</sup>, sendo proibidos os descobertos ou saldos devedores<sup>105</sup>. A respeito do carácter definitivo da liquidação, impõe o art. 39.º/1 que as CSDs definam o momento da introdução das ordens de transferência e o momento em que as mesmas se tornam irrevogáveis<sup>106</sup>, devendo estas regras ser publicamente divulgadas. É igualmente imposto, nos termos do n.º 7 do mesmo preceito, que as transações de valores mobiliários entre participantes diretos num mesmo sistema de liquidação sejam, como regra, liquidadas numa base de *entrega contra pagamento*<sup>107</sup>.

Na mesma linha, o Regulamento CSD contém regras prudenciais que obrigam à adoção de políticas e mecanismos de controlo interno adequados para salvaguardar os diversos riscos (jurídicos, de negócio, operacionais e outros) a que as atividades das CSDs se encontram expostas, considerando não apenas o tipo e extensão dos serviços prestados,

---

<sup>102</sup> Cf. art. 37.º/3.

<sup>103</sup> Cf. art. 34.º/1.

<sup>104</sup> Cf. art. 37.º/1, impondo depois o n.º 2, para os casos em que a operação de reconciliação envolva entidades diversas (por exemplo, emitente, agentes de registo, agentes de emissão, agentes de transferência, depositários comuns ou outras CSD), a cooperação entre estas.

<sup>105</sup> Cf. art. 37.º/3.

<sup>106</sup> Para os efeitos dos artigos 3.º e 5.º da Diretiva 98/26/CE. Nos termos do n.º 3 do mesmo preceito, as CSDs devem tomar as medidas razoáveis para assegurar que o carácter definitivo das transferências de valores mobiliários e de fundos seja atingido em tempo real ou numa base intradiária, e em todo o caso o mais tardar até ao final do dia útil na data de liquidação efetiva.

<sup>107</sup> *I.e.* a transferência de valores mobiliários fica necessariamente associada a uma transferência de fundos, de forma a que a entrega dos valores mobiliários só se verifique se e quando ocorrer a correspondente transferência de fundos (e vice-versa). O art. 40.º regula depois especificamente a liquidação financeira das operações, estabelecendo como modalidade preferível a liquidação através de conta aberta junto de banco central (n.º 1) ou, quando tal não seja possível, através de contas abertas em instituições de crédito ou através de contas das próprias CSDs (n.º 2).

também o respetivo âmbito territorial<sup>108</sup>. Ao nível do perfil de solvência, o Regulamento CSD impõe restrições à política de investimento dos ativos da CSD<sup>109</sup>, bem como à exposição a uma mesma instituição de crédito<sup>110</sup>. Por seu turno, também o capital das CSDs é sujeito a regulamentação específica: mesmo não sendo quantificado em termos absolutos, exige-se que o capital social (acrescido dos resultados retidos e reservas) seja *proporcional* aos riscos decorrentes das atividades da CSD, sendo suficiente, a todo o momento, para: de um lado, garantir que a CSD dispõe de proteção adequada contra riscos operacionais, jurídicos, de custódia, de investimento e comerciais, permitindo que a CSD continue a prestar serviços em condições normais de atividade; e, por outro, permitir a liquidação ordenada ou a reestruturação das atividades da CSD ao longo de um período de tempo adequado de pelo menos seis meses, num leque de cenários de esforço<sup>111</sup>.

*c) Em especial, os deveres de segregação*

I. Bastante detalhado, e com um alcance que ultrapassa o âmbito da estrita liquidação de valores mobiliários, é o regime respeitante aos deveres de segregação e proteção de ativos de clientes, um dos focos típicos de potencial conflito de interesses entre CSDs, participantes e investidores. Trata-se de um regime que procura proteger a posição patrimonial dos participantes e investidores de eventuais riscos infraestruturais relacionados com o funcionamento dos sistemas de liquidação de valores mobiliários e a prestação de serviços conexos, através de medidas destinadas a assegurar a

---

<sup>108</sup> Cf. art. 43.º ss. De salientar, pela sua relevância, a obrigação de manutenção de políticas de continuidade de negócio e de planos de recuperação na sequência de catástrofes a fim de garantir a manutenção dos seus serviços, a recuperação atempada das operações e o cumprimento das obrigações da CSD em situações que apresentem um risco significativo de perturbação das operações (cf. art. 45.º/3 e 4).

<sup>109</sup> Que devem ser guardados em bancos centrais, instituições de crédito autorizadas ou CSDs autorizadas (cf. art. 46.º/1) e apenas investidos em fundos ou em instrumentos financeiros de elevada liquidez, com riscos de mercado e de crédito mínimos (cf. art. 46.º/3).

<sup>110</sup> Cf. art. 46.º/5.

<sup>111</sup> Cf. art. 47.º/1. O n.º 2 do mesmo preceito obriga ainda as CSD a manterem planos de contingência para situações de insuficiência de fundos próprios.



identificabilidade e um adequado nível de separação dos valores mobiliários inscritos nos sistemas. É aqui também evidente o paralelo com a disciplina da salvaguarda dos bens de clientes prevista na DMIF (e entretanto desenvolvida na DMIF II) para os intermediários financeiros<sup>112</sup>.

Como coordenada fundamental, é imposta às CSDs a obrigação de manter contas e registos que permitam, a qualquer momento e com a maior brevidade, segregar os valores mobiliários de um participante dos de qualquer outro participante (*segregação horizontal*) e, se aplicável, dos próprios ativos da CSD (*segregação vertical*)<sup>113</sup>. Avançando um patamar, exige-se depois que as contas e registos da CSD permitam que os participantes segreguem os seus valores mobiliários dos valores mobiliários dos seus clientes<sup>114</sup>, e que o façam ou mantendo numa mesma conta valores mobiliários pertencentes a diferentes clientes (*segregação total de clientes* ou *segregação omnibus*)<sup>115</sup> ou numa conta individual de cliente (*segregação de cliente individual*)<sup>116</sup>. Acrescem, ainda, exigências de transparência associadas à opção por uma destas modalidades de segregação: não apenas devem os participantes dar aos seus clientes a possibilidade de optarem entre a segregação *omnibus* ou em base individual, sendo os clientes informados dos custos e riscos associados a cada opção (incluindo a respeito do impacto de uma eventual insolvência)<sup>117</sup>, como compete à CSD e aos participantes divulgar publicamente os níveis de proteção e os custos associados aos diferentes níveis de segregação por si fornecidos, devendo oferecer esses serviços em condições comerciais razoáveis<sup>118</sup>.

A circunstância de não se encontrarem ainda harmonizadas as regras europeias relativas à circulação mobiliária e, especificamente, as relativas aos direitos decorrentes da

---

<sup>112</sup> Cf. arts. 13.º/7 DMIF (e art. 13.º/8 DMIF II), transposto para o nosso direito nos arts. 306.º CdVM; sobre este regime, cf. A. FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, pp. 473 ss.

<sup>113</sup> Cf. art. 38.º/1.

<sup>114</sup> Cf. art. 38.º/2.

<sup>115</sup> Cf. art. 38.º/3.

<sup>116</sup> Cf. art. 38.º/4.

<sup>117</sup> Cf. art. 38.º/5.

<sup>118</sup> Cf. art. 38.º/6.

titularidade de contas de valores mobiliários dificulta a apreensão imediata do alcance deste regime da segregação. Até porque, em resultado da aludida fragmentação normativa, é muito diversa a anatomia dos sistemas de circulação e liquidação de valores mobiliários, sendo que, em particular, varia consoante o ordenamento jurídico em causa a própria natureza das contas abertas junto de CSDs: nalguns (como sucede, por exemplo, em Portugal), a generalidade das contas abertas junto de CSD são por natureza *contas de controlo*<sup>119</sup>, que refletem as posições constantes em contas abertas junto dos participantes, e que, por isso, não são atributivas de direitos de titularidade sobre os valores mobiliários; noutros, é prática ao invés a abertura de contas de titularidade junto das próprias CSD, mesmo que em nome de intermediários financeiros que, por seu turno, detêm os valores por conta de clientes. De resto, num mesmo ordenamento jurídico podem ser conjugadas as duas situações. Significa isto, então, que a extensão e verdadeiro significado do regime previsto no art. 38.º terá sempre de ser reconciliado com a morfologia e natureza do sistema de contas operado pela CSD, e com os direitos nacionais que regulam os modos de circulação mobiliária.

II. De qualquer modo, é pelo menos segura a constatação de que os âmbitos objetivo e subjetivo deste regime da segregação extravasam a estrita regulação da liquidação de valores mobiliários e das atividades de CSDs. Em primeiro lugar, parece evidente que os deveres de segregação impostos às CSDs não se referem apenas a contas de liquidação de valores mobiliários, mas também e mais amplamente a contas de valores mobiliários que sejam parte integrante de um sistema centralizado gerido por uma CSD. Assim – de forma coerente com a definição de CSD proposta pelo Regulamento CSD, que pressupõe justamente a combinação de serviços de gestão de sistema de liquidação com ou serviços de gestão de sistema centralizado ou, pelo menos, de registo inicial de valores mobiliários – este regime de segregação não se aplica apenas a contas de liquidação *stricto sensu*, mas

---

<sup>119</sup> Isto é, contas internas dos sistemas centralizados de valores mobiliários e dos sistemas de liquidação, que servem exclusivamente funções de controlo da quantidade de valores em circulação e de reconciliação.

mais genericamente às contas de titularidade (abertas em nome dos investidores finais, ou de outro intermediário), que assim devem poder seguir um daqueles modelos de segregação: *omnibus* ou individual.

Tal significa, por outro lado, que se encontram sujeitos a estes deveres de segregação as CSDs, na medida em que – de acordo com o direito aplicável – tenham abertas junto de si verdadeiras contas de titularidade de valores mobiliários, mas também os intermediários financeiros participantes nos sistemas geridos pelas CSDs, que, para além de deverem segregar os valores detidos por conta de clientes dos que compõem a sua carteira própria, ficam obrigados a oferecer aos seus clientes aquelas duas modalidades de segregação. Esta extensão do âmbito subjetivo do regime trazido pelo Regulamento é depois também evidente quando se atentam os já referidos deveres de informação dos custos e riscos subjacentes à opção ou pela segregação *omnibus* ou pela segregação individual<sup>120</sup>.

III. Isto dito, deve ficar claro que estas regras de segregação patrimonial se situam, claramente, num plano puramente procedimental ou comportamental (i.e. na imposição de determinadas condutas a CSDs e intermediários financeiros, destinadas a assegurar, de facto, a separação de certos ativos), não indo porém no sentido de determinar um *efeito* de segregação patrimonial dos valores mobiliários integrados nos sistemas centralizados e de liquidação geridos por CSDs, designadamente num cenário de insolvência da CSD ou de um seu participante. Esta matéria sensível permanece, por enquanto, na esfera dos direitos nacionais.

---

<sup>120</sup> Este acervo de deveres relacionados com a segregação de patrimónios pertencentes a CSDs, participantes e clientes constitui, de resto, outro eloquente exemplo de um fenómeno comum no moderno direito regulatório, que é o da sua irradiação para o direito privado e, especificamente, para o âmbito dos contratos de direito privado que vinculam CSDs e participantes, e estes e os seus clientes. Foi tema que tratei em maior profundidade noutra local (Cf. A. FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, pp. 491 ss., incluindo referências bibliográficas) e que não interessa aqui desenvolver. Assinalo apenas como tais deveres de segregação previstos no art. 38.º, e aqueles outros de transparência e informação a respeito dos custos e riscos associados às diversas modalidades de segregação, se projetam diretamente no quadro contratual estabelecido entre aquelas entidades (provavelmente enquanto deveres acessórios), reduzindo-se o espaço de autonomia privada, e ficando genericamente sujeitos ao regime geral do incumprimento (sem prejuízo, naturalmente, das sanções administrativas que sejam aplicáveis em caso de violação desta disciplina).

Naturalmente, os dois planos surgem interligados e, em particular, o respeito pela segregação patrimonial enquanto procedimento pode facilitar – ou mesmo ser condição necessária para - o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial, em especial num cenário patológico ou de insolvência. Mas é claro que o Regulamento CSD – em linha, uma vez mais, com a disciplina da intermediação financeira, que também não uniformiza o tema da oponibilidade a terceiros dos direitos de clientes de intermediários financeiros – limita o seu âmbito àquela primeira dimensão procedimental, não se imiscuindo diretamente em matérias como a natureza e oponibilidade externa dos direitos de participantes e dos seus clientes num cenário de insolvência seja da CSD, seja de um dos seus participantes.

IV. Ainda a respeito da proteção dos bens dos participantes (ou dos seus clientes), releva o art. 38.º/7, que vem vedar às CSDs a utilização de valores mobiliários que não lhes pertençam, exceto quando tenham obtido o consentimento expresso para o efeito da parte do participante (ou, sendo o caso, do cliente ou clientes deste). Adapta-se, então, para a atividade das CSDs o regime da negociação por conta própria já previsto para a intermediação financeira<sup>121</sup>, estabelecendo o que, na verdade, não configura uma proibição absoluta de utilização dos valores mobiliários dos participantes (ou dos clientes deste), mas antes uma prerrogativa de utilização no interesse da CSD ou de terceiro, desde que obtido o prévio consentimento do titular. Procura-se, com isso, regular práticas que, de resto, são já comuns no tráfego mobiliário (em particular por CSDs internacionais), que procuram aproveitar os grandes volumes de valores mobiliários custodiados junto de si em operações de curto prazo que reforçam a liquidez no mercado (e, claro, aumentam margens comerciais). Naturalmente, esta regra tem aplicação apenas naqueles casos em que as

---

<sup>121</sup> Cf. art. 13.º/7 DMIF e art. 16.º/8 DMIF II. Estas regras foram transpostas para o nosso ordenamento nos arts. 306.º/3 e 306.º-B, ambos do CdVM. Sobre este regime, para indicações adicionais que, *mutatis mutandis*, podem ser transpostas para a regulação da negociação por conta própria por CSD, remeto de novo para A. FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, pp. 473 ss. (em especial, 482 ss.). Para entidades gestoras de sistemas de liquidação, o tema era já, na verdade, objeto de regulamentação no quadro do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, dispondo o art. 48.º que as *sociedades gestoras de sistema de liquidação apenas podem utilizar os instrumentos financeiros de terceiros nos termos e para os efeitos para os quais estão mandatadas*.

contas abertas junto da CSD sejam verdadeiras contas de titularidade, pois só estas podem (direta ou indiretamente) conferir prerrogativas de disposição, e não meras contas de controlo, de onde não pode resultar a disponibilidade dos valores mobiliários para a utilização pela CSD.

## 5. Notas finais

I. No quadro mais amplo da progressiva integração (jurídica, mas também económica e operacional) dos mercados financeiros europeus, a entrada em vigor do Regulamento CSD é inquestionavelmente um desenvolvimento assinalável, enquanto instrumento de aprofundamento da harmonização do direito europeu em temas relevantes e sensíveis, antes objeto de regulamentação altamente fragmentada e muito dependente ainda de tradições e práticas nacionais. Como espero ter ficado claro ao longo do texto, foi consagrado um conjunto robusto e uniforme de coordenadas destinadas a regular a fase pós-negociação, em particular (mas não só) os processos de liquidação de valores mobiliários, promovendo a segurança jurídica e a redução de custos de transação, e ao mesmo tempo criado um regime único para CSDs, que habilita a prestação transfronteiriça de serviços no espaço europeu, sujeitos a uma pauta de supervisão comum e em condições mais transparentes e concorrenciais.

Ainda assim, é também segura a afirmação de que este desenvolvimento normativo é apenas um primeiro passo no processo em curso de harmonização definitiva dos regimes aplicáveis às CSDs e às infraestruturas do mercado de capitais. Na verdade, os próximos tempos serão ainda de consolidação e concretização das regras trazidas pelo Regulamento CSD, e serão marcados por uma progressiva adaptação dos agentes a um novo ambiente jurídico e operacional, onde, de resto, se multiplicam iniciativas europeias com impacto na fase pós-negociação. O Regulamento CSD depende em larga medida de concretização através de *normas técnicas*, encontrando-se muitos dos seus regimes – alguns deles centrais

– ainda em suspenso, a aguardar o *input* técnico por parte da ESMA e EBA, para subsequente adoção formal por parte da Comissão Europeia. Assim sucede, por exemplo, com o conjunto de regras destinadas a prevenir e resolver de falhas de liquidação, que no Regulamento CSD revestem um carácter geral – quase *principiológico* – e cuja força normativa requer ainda densificação em questões sensíveis e com importante alcance prático, como as medidas técnicas (de alocação, de confirmação, etc.) destinadas a limitar e monitorizar a ocorrência de falhas de liquidação ou os procedimentos de remédio de falhas de liquidação (por ex., sanções pecuniárias a aplicar a participantes faltosos e os mecanismos de substituição/*buy-in*).

A isto acrescem as inevitáveis dificuldades inerentes à opção pelo regulamento enquanto instrumento de harmonização, bem visíveis noutros instrumentos de regulamentação europeia dos mercados financeiros e que a aplicação do Regulamento CSD irá necessariamente suscitar. Na verdade, estão ainda por demonstrar de forma cabal as vantagens desta recente tendência metodológica de harmonização do direito europeu – que, de resto, vem prevalecendo de forma inequívoca no quadro do processo de *re-regulação* do pós-crise. O recurso ao regulamento, que se pretende de aplicação direta – e por isso tendencialmente autosuficiente, sob pena de sair frustrada a sua característica essencial – pressupõe a utilização de conceitos conhecidos e testados nos diversos ordenamentos, ou pelo menos passíveis de interpretações consistentes. É duvidoso que tal se verifique em muitos dos regimes do Regulamento CSD, que revestem uma carácter altamente técnico e granular – acentuado nas regras técnicas de concretização –, e que tocam em matérias onde são muito divergentes as práticas prevalecentes nos mercados de referência e nos diversos ordenamentos europeus. Por outro lado, o incontornável primado do direito europeu não afasta totalmente zonas de incerteza em resultado da possível coexistência, no plano interno, do Regulamento CSD, de um lado, e das regras nacionais sobre CSDs e liquidação de valores mobiliários – como sucede (pelo menos por ora) no ordenamento português. Pode designadamente ser suscitada a manutenção da vigência de regras de direito interno, seja porque se referem a matérias não incluídas (pelo menos, expressamente) no âmbito do

regulamento CSD, seja por consagrarem soluções normativas distintas das do instrumento europeu, mas com ele não incompatíveis. Estas incertezas interpretativas provavelmente exigirão a intervenção continuada das autoridades de supervisão nacionais e, no limite, da ESMA.

II. Outros desenvolvimentos normativos esperados ao nível europeu serão complementares das reformas agora iniciadas pelo Regulamento CSD. Desde logo, o já assinalado projecto de harmonização do direito mobiliário, mais especificamente dos direitos inerentes à titularidade de contas de valores mobiliários (*Securities Law Legislation*). Como vimos, o âmbito do Regulamento CSD avança parcelarmente por territórios relacionados com a representação, custódia e circulação de valores mobiliários: a própria definição de CSD pressupõe a combinação de serviços de registo centralizado (ou inicial) de valores mobiliários e, por outro lado, o Regulamento CSD introduz novas exigências a respeito da forma de representação de valores mobiliários e da sua integração em CSD, para além de prescrever um conjunto de requisitos relativos à segregação de contas de valores mobiliários, aplicáveis também aos intermediários financeiros. Espera-se agora que o novo instrumento de direito europeu, quando finalmente adotado, harmonize os efeitos decorrentes da titularidade daquelas contas (escriturais) de valores mobiliários, em particular nas situações de titularidade indireta com conexão com mais do que um ordenamento jurídico, designadamente regulando o exercício dos direitos (patrimoniais e políticos) inerentes aos valores mobiliários e consagrando uma regra uniforme de resolução de conflitos entre credores, em particular para cenários de insolvência de custodiantes e mesmo de CSDs. Por outro lado, também a já aludida revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas trará novidades ao quadro regulatório das CSD, acrescentando obrigações de informação e comunicação relevantes para o conhecido problema da identificação de acionistas.

III. Merece por fim referência breve o *Target 2 Securities* (T2S), projeto ambicioso em desenvolvimento no quadro do Eurosistema que visa a criação de uma plataforma técnica única de liquidação de valores mobiliários (numa base DVP) para o espaço europeu, plenamente integrada no sistema de contas dos bancos centrais europeus<sup>122</sup>, e que encontra no quadro normativo trazido pelo Regulamento CSD um ambiente mais propício à sua definitiva implementação. Não qualificando o próprio T2S como uma CSD, esta iniciativa reveste ao invés uma natureza eminentemente operacional, oferecendo como solução para a fragmentação prevalecente o acesso pelos agentes dos vários mercados a uma infraestrutura técnica única, podendo os intermediários financeiros participar ou diretamente ou indiretamente através de CSD nacional. Visa-se, desta forma, promover uma maior eficiência nos serviços associados à fase pós-negociação, devido às esperadas economias de escala e maior flexibilidade na liquidação financeira das operações com recurso a moeda de banco central, em especial, aproveitando as sinergias com a já existente plataforma TARGET2. Em resultado, e sem prejuízo da *segregação jurídica* entre mercados nacionais e CSDs, que persiste, a liquidação de valores mobiliários assentará, de um prisma operacional (e económico) numa plataforma única e uniforme, que ligará a generalidade dos CSDs europeus – e, portanto, também os valores mobiliários nelas registados. Por seu turno, serviços acessórios tipicamente prestados por CSD, designadamente, os relacionados com a gestão de colateral, serão também potenciados, em resultado do acesso – que será tecnicamente facilitado – a volumes muito mais significativos de valores mobiliários e potenciais investidores.

\* \*

\*

---

<sup>122</sup> Sobre o T2S, cf. L. G. CATARINO / M. PEIXE, 2014, "A nova regulamentação dos mercados financeiros – um tsunami regulatório (I)".