



Bruxelas, 12.3.2018
COM(2018) 89 final

**COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU, AO
CONSELHO, AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU E AO COMITÉ
DAS REGIÕES**

sobre a legislação aplicável aos efeitos patrimoniais de transações de valores mobiliários

{SWD(2018) 52} - {SWD(2018) 53}

1. INTRODUÇÃO

A prioridade da Comissão consiste em reforçar a economia europeia e estimular o investimento com vista a criar emprego e sustentar o crescimento. A fim de atingir este objetivo, são necessários mercados de capitais mais fortes, mais profundos e mais integrados. A existência de infraestruturas pós-negociação eficientes e seguras é fundamental para o bom funcionamento dos mercados de capitais. Na sequência do Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais (UMC)¹, a revisão intercalar da Comissão², de junho de 2017, definiu as restantes medidas que serão tomadas para lançar as bases da UMC até 2019, com o objetivo de eliminar os obstáculos ao investimento transfronteiras e reduzir os custos de financiamento. Concretizar a UMC é uma prioridade urgente.

No quadro do Plano de Ação para a UMC e da revisão intercalar, a Comissão anunciou medidas destinadas a reduzir a incerteza jurídica em transações transfronteiras de valores mobiliários e de créditos. A presente comunicação e a proposta legislativa sobre a legislação aplicável aos efeitos patrimoniais da cessão de créditos, também apresentada hoje, dão forma a este compromisso.

A compra e a venda de valores mobiliários, bem como a sua utilização como garantia, ocorrem diariamente em toda a UE em grandes volumes. Uma parte significativa destas transações, num montante de cerca de 10 biliões de EUR por ano, envolve um elemento transfronteiras³.

A fim de promover as transações transfronteiras, é essencial garantir a clareza e a previsibilidade no que respeita ao direito nacional aplicável para determinar quem é proprietário dos ativos subjacentes da transação. Se houver incerteza jurídica sobre quem é proprietário do ativo (dado isso depender do Estado-Membro cujos órgãos jurisdicionais ou autoridades apreciam um litígio relativo à titularidade de um crédito ou de um valor mobiliário), não será necessariamente possível executar a transação transfronteiras ou conceder a titularidade esperada às partes. Em caso de insolvência, quando as questões de propriedade e execução de transações estão sujeitas a fiscalização judicial, os riscos jurídicos decorrentes da incerteza jurídica podem redundar em perdas inesperadas. O objetivo da presente comunicação é contribuir para aumentar as transações transfronteiras de valores mobiliários, proporcionando segurança jurídica quanto às normas de conflitos de leis a nível da União. O reforço da segurança jurídica promoverá o investimento transfronteiras, o acesso a crédito mais barato e a integração dos mercados.

Relativamente aos valores mobiliários, existem três diretivas que tratam da determinação do direito nacional aplicável a transações transfronteiras: a Diretiva Garantia Financeira⁴, a

¹ Comunicação sobre o «Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais» («Plano de Ação para a UMC»), COM(2015) 468 final.

² Comunicação sobre a «revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais», COM(2017) 292 final.

³ Os dados do BCE sugerem que o volume estimado dos investimentos transfronteiras, por residência do investidor, ascendia a 10,6 biliões de EUR em 2016. Fonte: Estatísticas do BCE de liquidação de valores mobiliários (28.6.2017).

⁴ Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho de 2002, relativa aos acordos de garantia financeira («Diretiva Garantia Financeira») (JO L 168 de 27.6.2002).

Diretiva Carácter Definitivo da Liquidação⁵ e a Diretiva Saneamento e Liquidação⁶. Estas diretivas incluem normas de conflitos de leis que cobrem os aspetos mais importantes das transações de valores mobiliários. No entanto, a sua redação dá azo a diferentes interpretações nacionais. A falta de clareza criada pelas diferentes interpretações das atuais normas pode tornar as transações transfronteiras mais onerosas devido a alguma incerteza jurídica residual quanto à legislação aplicável.

Tendo em conta o volume das transações em causa, a Comissão considera que uma clarificação das normas é necessária para ajudar os mercados a reduzirem os custos redundantes e a aumentarem a segurança jurídica quanto à legislação aplicável.

A presente comunicação clarifica a posição da Comissão sobre aspetos relevantes do acervo da UE em vigor no domínio da legislação aplicável aos efeitos patrimoniais das transações de valores mobiliários.

A presente comunicação abrange a oponibilidade a terceiros da transferência de instrumentos financeiros e acompanha a proposta legislativa em matéria de oponibilidade a terceiros da cessão de créditos⁷. As questões regidas pela Diretiva Garantia Financeira, pela Diretiva Carácter Definitivo da Liquidação e pela Diretiva Saneamento e Liquidação e pelo Regulamento Registo da União⁸ não são, todavia, afetadas por essa proposta legislativa⁹.

2. O QUE DIZ O ACERVO DA UE?

As transações transfronteiras de valores mobiliários são importantes elementos constitutivos da União dos Mercados de Capitais. Uma vez que as legislações nacionais em matéria de valores mobiliários não estão harmonizadas a nível da UE, as normas de conflitos de leis determinam qual o direito nacional aplicável às transações transfronteiras.

Existem dois elementos das transações de valores mobiliários que são regidos pelas normas de conflitos de leis: i) o elemento de propriedade, que se refere à transferência dos direitos de propriedade e que afeta terceiros, ii) o elemento contratual, que remete para as obrigações de cada uma das partes perante as outras no âmbito da transação¹⁰. Visto que o elemento

⁵ Diretiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários («Diretiva Carácter Definitivo da Liquidação») (JO L 166 de 11.6.1998, p. 45).

⁶ Diretiva 2001/24/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de abril de 2001, relativa ao saneamento e à liquidação das instituições de crédito («Diretiva Saneamento e Liquidação») (JO L 125 de 5.5.2001).

⁷ Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo à legislação aplicável à oponibilidade a terceiros da cessão de créditos (COM(2018) 96).

⁸ Regulamento (UE) n.º 389/2013 da Comissão, de 2 de maio de 2013, que estabelece um Registo da União nos termos da Diretiva 2003/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e das Decisões n.º 280/2004/CE e n.º 406/2009/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga os Regulamentos (UE) n.º 920/2010 e (UE) n.º 1193/2011 da Comissão.

⁹ Ver artigo 9.º, n.ºs 1 e 2, da Diretiva Garantia Financeira, o artigo 9.º, n.º 2, da Diretiva Carácter Definitivo da Liquidação e o artigo 24.º da Diretiva Saneamento e Liquidação, que se referem a títulos escriturais (Diretiva Garantia Financeira e Diretiva Carácter Definitivo da Liquidação) ou instrumentos (financeiros) inscritos num registo ou numa conta (Diretiva Saneamento e Liquidação).

¹⁰ Os elementos contratuais incluem, por exemplo, a oferta, a sua aceitação, a retribuição, a certeza dos termos do contrato, etc., e estão sujeitos às normas de conflitos de leis do Regulamento Roma I. Regulamento (CE) n.º 593/2008 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de junho de 2008, sobre a lei aplicável às obrigações contratuais (Roma I): <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02008R0593-20080724&qid=1520863150993&from=PT>

contratual já está regulamentado a nível da UE, pelo Regulamento Roma I¹¹, a presente comunicação diz respeito ao primeiro aspeto, os efeitos patrimoniais das transações de valores mobiliários. Na prática, as partes envolvidas numa transação têm de invocar essas normas relativamente aos efeitos patrimoniais em caso de insolvência, quando necessitem de recuperar ativos.

O atual acervo da UE inclui disposições para determinar, em casos específicos, que direito nacional é aplicável aos efeitos patrimoniais de transações transfronteiras de valores mobiliários. Estas disposições são estabelecidas em três diretivas: a Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação, a Diretiva Saneamento e Liquidação e a Diretiva Garantia Financeira.

O artigo 9.º, n.º 2, da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação, adotada em 1998, contém a seguinte disposição relativa aos conflitos de leis:

Caso sejam prestados valores mobiliários (incluindo direitos sobre valores mobiliários) como garantia aos participantes, aos operadores dos sistemas, aos bancos centrais dos Estados-Membros ou ao Banco Central Europeu nos termos referidos no n.º 1 e o direito destes (ou o de qualquer mandatário, agente ou terceiro agindo em seu nome) relativamente aos valores esteja legalmente inscrito num registo, conta ou sistema de depósito centralizado situado num Estado-Membro, a determinação dos direitos dessas entidades como titulares da garantia relativa a esses valores rege-se pela legislação desse Estado-Membro.

A Diretiva Saneamento e Liquidação, adotada em 2001, contém a seguinte norma de conflito de leis no artigo 24.º:

O exercício dos direitos de propriedade sobre instrumentos ou de outros direitos sobre esses instrumentos, cuja existência ou transferência implique a inscrição num registo, numa conta ou num sistema de depósito centralizado pertencente ou situado num Estado-Membro, regula-se pela lei do Estado-Membro a que pertence ou em que se situa o registo, a conta ou o sistema de depósito centralizado em que esses direitos estão inscritos.

Por último, a Diretiva Garantia Financeira, adotada em 2002, estabelece a sua disposição relativa a conflitos de leis no artigo 9.º, n.ºs 1 e 2:

1. Qualquer questão que diga respeito a uma das matérias especificadas no n.º 2, colocada em relação a uma garantia sob a forma de títulos escriturais, será regulada pela lei do país em que a conta de referência está localizada. A referência à lei do país deve ser entendida como uma referência ao seu direito interno, não devendo ser tomada em consideração qualquer regra ao abrigo da qual deva ser feita remissão para a lei de outro país, para a decisão sobre a questão em apreço.

2. As matérias a que se refere o n.º 1 são as seguintes:

a) A natureza jurídica e os efeitos patrimoniais da garantia sob a forma de títulos escriturais;

¹¹ Regulamento (CE) n.º 593/2008 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de junho de 2008, sobre a lei aplicável às obrigações contratuais (Roma I).

b) As exigências relativas à celebração de um acordo de garantia financeira sob a forma de títulos escriturais e a prestação de uma garantia sob a forma de títulos escriturais ao abrigo de um acordo e, mais genericamente, a realização das formalidades necessárias para tornar esse acordo e essa prestação oponíveis a terceiros;

c) A questão de saber se o direito de propriedade ou outro direito de uma pessoa a tal garantia sob a forma de títulos escriturais cede perante um outro direito de propriedade concorrente ou lhe está subordinado ou se teve lugar uma aquisição pela posse de boa fé;

d) As formalidades necessárias à execução de uma garantia sob a forma de títulos escriturais, na sequência de um acontecimento que desencadeia a execução.

Desde a entrada em vigor da Diretiva 2014/65/UE, em 3 de janeiro de 2018 (MiFID II), as licenças de emissão enumeradas como instrumentos financeiros no anexo I, secção C, ponto 11, da diretiva passaram a estar abrangidas pelo âmbito de aplicação da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e da Diretiva Saneamento e Liquidação e das suas disposições em matéria de conflitos de leis. Não obstante, a comunicação não tem em conta as especificidades dessas licenças de emissão, nomeadamente quanto ao facto de serem mantidas em contas no Registo da União regidas por uma disposição específica do Regulamento (UE) n.º 389/2013 relativa a conflitos de leis, adotada ao abrigo da Diretiva 2003/87/CE¹².

As disposições em matéria de conflito de leis constantes da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação, da Diretiva Garantia Financeira e da Diretiva Saneamento e Liquidação designam o direito aplicável com base numa abordagem comum. São semelhantes na medida em que todas designam um direito aplicável com base no local do registo ou da conta relevante (e, no caso da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e no da Diretiva Saneamento e Liquidação, no local do sistema de depósito centralizado). No entanto, as disposições diferem em questões de pormenor e parece haver algumas diferenças na forma como são interpretadas e aplicadas nos Estados-Membros. Tratam-se, em especial, de questões relativas à definição e determinação do local onde a conta está «situada» ou «localizada».

3. MELHORAR A CLAREZA DO ACERVO DA UE EM VIGOR

3.1. Os termos «localizada» e «situada» significam coisas diferentes?

A Comissão considera que a diferença de redação, no que se refere ao local da conta ou do registo, não implica nenhuma diferença substancial.

A Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação, a Diretiva Garantia Financeira e a Diretiva Saneamento e Liquidação definem o direito aplicável por referência ao *local da conta relevante*. Em conformidade com o artigo 9.º, n.º 2, da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e com o artigo 24.º da Diretiva Saneamento e Liquidação, a lei aplicável é a do Estado-Membro em que está «situado» o registo ou a conta, ao passo que a Diretiva Garantia Financeira se refere, no artigo 9.º, n.º 1, à lei do país em que a conta de referência está «localizada». Nenhuma das diretivas especifica, no entanto, se «situada» significa o mesmo que «localizada».

¹² Diretiva 2003/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de outubro de 2003, relativa à criação de um regime de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa na Comunidade e que altera a Diretiva 96/61/CE do Conselho.

A Comissão considera que «situada» significa o mesmo que «localizada» pelas seguintes razões.

Em primeiro lugar, o considerando 7 da Diretiva Garantia Financeira explica que o objetivo da disposição relativa aos conflitos de leis consiste em alargar o princípio já estabelecido na Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação¹³.

Em segundo lugar, como já salientado no documento de trabalho dos serviços da Comissão de 2007, a diferença de redação entre a Diretiva Garantia Financeira e a Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação reflete o reconhecimento — aquando da adoção da Diretiva Garantia Financeira — de que os mercados de valores mobiliários na UE haviam evoluído de uma forma que possibilitava a utilização de uma expressão mais adequada para descrever a mesma fórmula, isto é, o lugar onde a conta está localizada¹⁴.

Em terceiro lugar, as diferenças de terminologia não estão presentes em todas as versões linguísticas da diretiva. Embora na versão inglesa da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e da Diretiva Saneamento e Liquidação seja utilizado o termo correspondente a «situada» (*located*) e, na Diretiva Garantia Financeira, seja utilizado o correspondente a «localizada» (*maintained*), várias versões linguísticas da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e da Diretiva Garantia Financeira referem-se exatamente ao mesmo termo, nomeadamente as versões francesa, italiana e romena da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e da Diretiva Garantia Financeira contêm a mesma referência ao local onde a conta relevante está «situada» (*situé; situato; se aflå*, respetivamente). Noutras versões linguísticas, são utilizados outros termos, como a versão portuguesa que faz uma diferenciação entre «localizada» e «situada» e a versão neerlandesa, que se refere a «localizada» e «detida».

3.2. Determinar em que Estado-Membro a conta ou registo estão «situados» ou «localizados»

A Comissão faz notar que, no âmbito da execução nacional, existem diferentes formas de determinar onde uma conta de valores mobiliários está «situada» ou «localizada». Sem prejuízo de eventuais decisões futuras do Tribunal de Justiça da União Europeia, todas estas diferentes formas de interpretação parecem ser válidas ao abrigo das diretivas. As disposições em matéria de conflito de leis nas três diretivas não fornecem definições claras sobre a determinação do Estado-Membro onde se situa ou localiza a conta de valores mobiliários. No entanto, o considerando 8 da Diretiva Garantia Financeira indica claramente a base comum para os conflitos de leis em toda a UE:

O princípio da lex rei sitae, segundo o qual a validade e, portanto, a oponibilidade de um acordo de garantia financeira, são determinadas com base na lei do país em que a garantia financeira está localizada, é atualmente reconhecido por todos os Estados-Membros.

Não estão disponíveis outras fontes para especificar o que se entende por «localizada» e «situada», uma vez que os outros atos da UE não fornecem tal definição e, até à data, não

¹³ O princípio consagrado na Diretiva 98/26/CE, nos termos do qual a legislação aplicável aos valores mobiliários escriturais dados em garantia é a da jurisdição onde o registo, a conta ou o sistema de depósito centralizado em causa está situado, deve ser alargado, a fim de criar segurança jurídica.

¹⁴ Documento de trabalho dos serviços da Comissão — «Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention», p. 8, SEC(2006) 910.

existe jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia sobre como estas formas verbais devem ser interpretadas.

A Comissão realça que muitos Estados-Membros, ao transporem as disposições da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e da Diretiva Saneamento e Liquidação, não incluíram quaisquer critérios adicionais na sua legislação nacional que impusessem a forma de determinar a jurisdição em que a conta ou registo estão «situados». ¹⁵ Do mesmo modo, muitas transposições para o direito nacional da Diretiva Garantia Financeira não trazem qualquer esclarecimento a nível nacional quanto à forma de determinar o Estado-Membro em que a conta está «localizada». ¹⁶

Nos casos em que as legislações nacionais fornecem orientações suplementares, as abordagens podem divergir quanto aos resultados. Além disso, nos Estados-Membros onde não foram fornecidos esclarecimentos na transposição para o direito nacional, a jurisprudência ou a doutrina podem fornecer elementos que ajudem a aplicar os conceitos de conta «localizada ou «situada» na prática. Estes elementos não codificados também podem levar a resultados divergentes ¹⁷.

Existe um conjunto de Estados-Membros que atualmente interpretam e aplicam as normas de conflito de leis da Diretiva Garantia Financeira identificando o local onde são prestados serviços de custódia. Outros analisam o acordo relativo à conta para obterem a informação sobre o local onde a conta está localizada. Esta última solução pode ser conveniente visto que possibilita evitar a aplicabilidade de diferentes legislações a nível internacional, em transações que envolvem jurisdições que aplicam uma solução para o conflito de leis. Outra abordagem que evita a aplicabilidade de diferentes legislações nacionais a uma transação internacional num conjunto mais restrito de casos (quando uma cláusula de conflito de leis de um país terceiro opta pela legislação de um Estado-Membro), é aquela em que «localizada» é determinada de forma a permitir que a escolha da legislação desse Estado-Membro seja válida ao abrigo da Convenção da Haia sobre Valores Mobiliários ¹⁸. Tal acontece quando «localizada» é definida como *efetuando ou controlando lançamentos nas contas de valores mobiliários, gerindo pagamentos ou operações societárias ou executando qualquer outra atividade regular necessária para a administração de contas de valores mobiliários*. Sem prejuízo de eventuais decisões futuras do Tribunal de Justiça da União Europeia, todas as soluções supracitadas se afiguram válidas ao abrigo das disposições pertinentes da UE.

4. CONCLUSÃO

A presente comunicação constitui uma resposta proporcionada à insegurança jurídica residual decorrente das normas de conflito de leis da UE aplicáveis em matéria de efeitos patrimoniais das transações de valores mobiliários. A clarificação dos pontos de vista da Comissão deverá incidir nas atuais soluções quanto ao modo como as disposições pertinentes da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação, da Diretiva Garantia Financeira e da Diretiva Saneamento e

¹⁵ Pelo menos, 16 Estados-Membros não adicionaram esclarecimentos nas suas disposições nacionais que transpõem as disposições pertinentes da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação e da Diretiva Saneamento e Liquidação. Fonte: no anexo 5 da avaliação de impacto, SWD(2018) 52, pp. 116-117.

¹⁶ Pelo menos, 13 Estados-Membros não adicionaram esclarecimentos nas suas disposições nacionais que transpõem a disposição pertinente da Diretiva Garantia Financeira. Fonte: avaliação, pp. 117-118.

¹⁷ Por exemplo, existem diferentes abordagens, no âmbito da Diretiva Garantia Financeira, para determinar onde a conta está localizada. Fonte: avaliação, pp. 117-118.

¹⁸ Convenção sobre a Lei Aplicável a certos Direitos sobre Valores Mobiliários detidos junto de Intermediários, disponível em: <https://assets.hcch.net/docs/3afb8418-7eb7-4a0c-af85-c4f35995bb8a.pdf>

Liquidação são aplicadas atualmente, deixando à Comissão espaço para avaliar, no futuro, à luz da evolução tecnológica, do contexto internacional ou do mercado, a necessidade de medidas adicionais. A este respeito, deve sublinhar-se que a presente comunicação não prejudica a interpretação que o Tribunal de Justiça da União Europeia possa ter das questões supracitadas no futuro. O Tribunal de Justiça é competente em última instância pela interpretação do Tratado e do direito derivado, ou por ação futura da Comissão, designadamente de natureza legislativa. A presente comunicação não prejudica igualmente futuras medidas da Comissão adotadas em conformidade com a Diretiva 2003/87/CE no que diz respeito a licenças de comércio de emissões de gases com efeito de estufa.

As autoridades e administrações nacionais deverão ter em conta os esclarecimentos fornecidos na presente comunicação ao aplicarem as disposições relativas aos conflitos de leis constantes da Diretiva Caráter Definitivo da Liquidação, da Diretiva Garantia Financeira e da Diretiva Saneamento e Liquidação. Os Estados-Membros devem continuar a observar se ocorrem discrepâncias legais ao nível das interpretações nacionais que possam causar perturbações no mercado, e visar a convergência na interpretação e aplicação das normas da UE atualmente em vigor.

A Comissão continuará a acompanhar os desenvolvimentos neste domínio e a avaliar, em consulta com as partes interessadas, a evolução das interpretações nacionais e das práticas de mercado, à luz da evolução tecnológica e do contexto internacional. Serão particularmente avaliados os dados apresentados pelas partes interessadas respeitantes ao impacto de questões específicas sobre o funcionamento do mercado interno. Qualquer futura iniciativa legislativa será acompanhada de uma avaliação de impacto.