



**UNIVERSIDADE DE ÉVORA**

**ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**O papel da custódia de títulos financeiros nos mercados financeiros internacionais: mercados auto compensados e não compensados**

**VERAS DOS SANTOS, Micael**

Orientação: Prof.<sup>a</sup> Doutora Isabel Viegas Vieira

**Mestrado em Economia**

Área de especialização: *Internacionalização e Competitividade*

Relatório de Estágio

Évora, 2016



**UNIVERSIDADE DE ÉVORA**

**ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**O papel da custódia de títulos financeiros nos mercados financeiros internacionais: mercados auto compensados e não compensados**

**VERAS DOS SANTOS, Micael**

Orientação: Prof<sup>a</sup> Doutora Isabel Viegas Vieira

**Mestrado em Economia**

Área de especialização: *Internacionalização e Competitividade*

Relatório de Estágio

Évora, 2016

*“Thus, the task is not so much to see what no one yet has seen,  
but to think what nobody yet has thought  
about that which everybody sees”*

**Arthur Schopenhauer**

## Resumo

Este relatório de estágio tem como objetivo descrever e contextualizar aspetos práticos relativos ao funcionamento dos mercados financeiros que não são habitualmente abordados nos manuais sobre este tipo de mercados. O relatório tem por base o estágio profissional realizado no *BNP Paribas Securities Services*, que proporcionou contacto direto com várias práticas, principalmente no domínio da prestação de serviços de custódia de títulos financeiros. A custódia é um serviço de *post-trading*, com grande relevância para a gestão e manutenção dos títulos financeiros e abrange todos os procedimentos que decorrem da negociação, de entre os quais se destacam aqueles que dizem respeito à distribuição de rendimentos.

**Palavras-Chave:** Custódia, Serviços Pós-negociação, Compensações, Distribuição de rendimentos, Manutenção de títulos.

# ***The AUD's (assets under custody) role in the international financial markets: auto compensated markets and non compensated markets***

## **Abstract**

This report aims to describe and contextualize practical aspects related to the functioning of financial markets that are not usually addressed in handbooks on such markets. The report is based on a professional internship at BNP Paribas Securities Services, which provided direct contact with various practices, particularly in the provision of financial securities custody services. The custody is a post-trading service, with great relevance for the management and maintenance of financial securities and covers all the procedures resulting from the negotiations, of which are especially relevant those relating to the distribution of income earnings.

**Key-Words:** *Custody, Post-trading, Market Claims, Income Distribution, Asset Servicing.*

## Agradecimentos

O carácter limitativo da presente secção nunca me permitiria tecer de forma proporcional – pelo menos no que toca ao número de palavras -, o devido agradecimento a todos aqueles que de certa forma deram o seu contributo – até pelo mais pequeno gesto – para que eu tivesse a força, a vontade e a ambição, para concluir este capítulo da minha vida académica e pessoal. Mesmo esgotando todas as palavras existentes no dicionário da lusofonia, nunca seria suficiente para agradecer toda a confiança que sempre depositaram em mim.

Sempre houve quem acreditasse em mim, sempre existiu quem confiasse na plenitude das minhas capacidades, sempre estive lá alguém que ambicionasse os meus sonhos como se dos seus se tratassem. Houve quem se prejudicasse com o intuito de me beneficiar, sempre sem pensar duas vezes. Aos patrocinadores dos meus sonhos - os meus queridos pais – obrigado!

Não poderia deixar de agradecer também à Prof<sup>a</sup> Isabel, orientadora desta etapa da minha vida académica, que sempre demonstrou o seu apoio para a elaboração deste trabalho e, mesmo quando tinha menos disponibilidade, nunca deixava de responder às minhas dúvidas da forma mais célere que se pode conhecer. A si, o meu mais sincero obrigado.

Em último lugar, mas não menos importante, queria agradecer à minha namorada pelo seu apoio e paciência incondicionais, aos meus amigos por fazerem parte daquilo que sou e por compreenderem o facto de estar menos disponível nesta fase, à Helena Rosa e à Rita Rosa por terem perdido parte do seu tempo a analisarem comigo alguns detalhes do trabalho, aos meus colegas de trabalho, à minha irmã por ver em mim um sentimento de orgulho, e a todos aqueles que de alguma forma me motivaram a nunca desistir dos objetivos a que me proponho.

A todos vós, agradeço do fundo do coração!

# ÍNDICE

LISTAGEM DE ABREVIATURAS E SIGLAS .....	13
GLOSSÁRIO .....	15
1. INTRODUÇÃO .....	20
1.1. Motivação.....	20
1.2. Objetivos .....	27
1.3. Estrutura do Relatório.....	28
2. CARATERIZAÇÃO DA SITUAÇÃO OBJETO DE ESTUDO .....	30
2.1. Introdução.....	30
2.2. Serviços prestados por um <i>Custodian</i> .....	30
2.2.1. Custódia e Liquidação .....	32
2.2.2. Manutenção de Ativos .....	34
2.2.3. Outros serviços de valor adicionado .....	36
2.3. <i>Market Claims</i> .....	37
3. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES COMO AGENTE DE CUSTÓDIA GLOBAL .....	47
3.1. Enquadramento da Instituição.....	47
3.2. Serviços prestados pelo BP2S.....	47
3.3. Custódia Local e Custódia Global .....	48
3.4. Competitividade Internacional.....	54
4. CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY COMO INFRAESTRUTURAS DOS MERCADOS FINANCEIROS	57
4.1. Funções e Serviços de um CSD.....	59
4.2. CSDs domésticos e CSDs internacionais.....	63
4.3. Posicionamento dos agentes de custódia face aos CSDs.....	66
4.3.1. Posicionamento de um agente de custódia local num mercado doméstico .....	66
4.3.2. Posicionamento de um agente de custódia global face a um CSD .....	66
4.4. Importância dos CSDs no processamento de <i>market claims</i> .....	68
5. PRINCIPAIS MERCADOS E REGRAS DE COMPENSAÇÃO .....	70
5.1. Datas associadas a eventos de distribuição de rendimentos .....	70

5.2.	Datas associadas a um negócio ( <i>trade</i> ).....	71
5.3.	Regras de Elegibilidade .....	72
5.4.	Caracterização dos principais mercados financeiros .....	75
5.4.1.	Caracterização do mercado Belga, Francês e Holandês.....	76
5.4.2.	Caracterização do mercado Espanhol .....	77
5.4.3.	Caracterização do mercado dos EUA e de Singapura .....	78
5.4.4.	Caracterização do mercado de Hong Kong .....	79
5.4.5.	Caracterização do mercado Italiano.....	80
5.4.6.	Caracterização do mercado Português .....	80
5.4.7.	Caracterização do mercado do Reino Unido .....	81
5.4.8.	Caracterização do mercado Internacional (designado também como euromercado antes do aparecimento da moeda euro).....	82
6.	PROCESSAMENTO DE <i>MARKET CLAIMS</i> EM MERCADOS AUTO COMPENSADOS E NÃO COMPENSADOS.....	83
6.1.	Processamento de <i>market claims</i> em mercados auto compensados.....	83
6.1.1.	Obrigações.....	84
6.1.2.	Ações .....	90
6.2.	Processamento de <i>market claims</i> em mercados não compensados .....	90
6.2.1.	Obrigações.....	91
6.2.2.	Ações .....	97
6.3.	<i>Market claims</i> no mercado Internacional .....	97
6.4.	<i>Reverse market claims</i> .....	99
6.5.	<i>Market claims</i> entre investidores que utilizam o mesmo agente de custódia .....	100
6.6.	Processamento de <i>market claims</i> quando existe uma ligação indireta ao CSD .....	102
6.7.	Papel dos agentes de custódia global no processamento de <i>market claims</i> .....	105
6.8.	O projeto T2S e sua influência no processamento de <i>market claims</i> .....	108
7.	CONCLUSÕES.....	110
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	113



## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Enquadramento dos mercados financeiros como alternativa aos intermediários financeiros.....	22
Figura 2 - Caracterização do posicionamento dos agentes envolvidos nos mercados financeiros.....	31
Figura 3 - Enquadramento do serviço de <i>market claims</i> na divisão de serviços prestados por um agente de custódia.....	38
Figura 4 - Estruturação dos intermediários envolvidos num processo de distribuição de rendimentos.....	38
Figura 5 - <i>Income Flow</i> do emissor até ao investidor final que detém uma posição firme, apenas num agente de custódia.....	40
Figura 6 - <i>Income Flow</i> do emissor ao investidor através de um só agente de custódia, com vários investidores mantendo posições firmes sobre um determinado título.....	41
Figura 7 - <i>Income flow</i> quando os vários investidores estão distribuídos pelos mais distintos agentes de custódia, inseridos num determinado mercado.....	42
Figura 8 - Visualização do CSD à RD, das posições dos agentes de custódia, e por sua vez das posições dos investidores.....	45
Figura 9 - Posicionamento dos títulos financeiros transacionados à data da liquidação.....	45
Figura 10 - Distribuição de tipos de acionistas dentro dos CSDs, sendo eles europeus ou não europeus.....	61
Figura 11- Esquema organizacional de comparação entre a prestação de serviços de custódia de títulos financeiros e a detenção dos mesmos, do CSD ao Investidor.....	62
Figura 12 - Posicionamento de um <i>global custodian</i> face a CSD doméstico através de uma filial local.....	67
Figura 13 - Posicionamento de um <i>global custodian</i> face a um CSD doméstico através de um agente de custódia local.....	68

Figura 14 - Ordem cronológica das datas de uma <i>trade</i> e de uma distribuição de rendimentos onde não é necessária compensação.....	85
Figura 15 - Ordem cronológica das datas associadas a uma <i>trade</i> e a um evento de distribuição de rendimentos em que é necessária uma compensação.....	85
Figura 16 - Posicionamento dos investidores A e B à RD consoante um evento de distribuição de juros.....	86
Figura 17 - Posicionamento dos investidores A e B à RSD após a liquidação do negócio.....	87
Figura 18 - <i>Income flow</i> no momento da PD, desde o emissor até ao investidor A e B.....	88
Figura 19 - Momento posterior à PD onde se processa uma auto compensação pelo CSD.....	89
Figura 20 - Ordem cronológica associada a um negócio e a um evento de distribuição de juros, em que não é necessária a iniciação de uma <i>market claim</i> .....	91
Figura 21 - Ordem cronológica das datas associadas a uma negociação de títulos e a uma distribuição de juros, em que ter de ser iniciada uma <i>market claim</i> .....	92
Figura 22- Posicionamento dos investidores A e B à RD, consoante um evento de distribuição de juros.....	93
Figura 23 - Posicionamento dos investidores A e B à RSD, após a liquidação do negócio.....	94
Figura 24 - <i>Income flow</i> no momento da PD, desde o emissor até ao investidor A e B.....	95
Figura 25 - Momento posterior à PD, onde é iniciada uma <i>market claim</i> pelos agentes de custódia envolvidos no negócio.....	96
Figura 26 - Negociação entre dois investidores que detêm os seus títulos financeiros no mesmo ICSD, por intermédio do seu agente de custódia.....	98
Figura 27 - Negociação entre dois investidores que detêm os seus títulos financeiros em ICSDs diferentes, por intermédio do seu agente de custódia.....	99
Figura 28 - Ordem cronológica das datas associadas a uma negociação de títulos e a uma distribuição de dividendos, em que ter de ser iniciada uma <i>reverse market claim</i> a favor do vendedor.....	100
Figura 29 - Processamento de <i>market claims</i> entre clientes que se fazem representar pelo mesmo agente de custódia, em mercados auto compensados.....	101

Figura 30 - Processamento de <i>market claims</i> entre clientes que fazem representar pelo mesmo agente de custódia, em mercados não compeensados.....	102
Figura 31 - Processamento de uma auto compensação quando não existe uma ligação direta ao CSD.....	104
Figura 32 - Processo de <i>market claims</i> num mercado não compensado, quando não existe uma ligação direta ao CSD.....	105

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 - Lista de principais agentes de custódia global e seus respectivos países de origem.....	51
Quadro 2 - Principais agentes de custódia local em Portugal.....	52
Quadro 3 - Principais agentes de custódia local nos EUA.....	52
Quadro 4 - Principais agentes de custódia local na Finlândia.....	53
Quadro 5 - Ranking top 10 de <i>custodians</i> por títulos financeiros detidos em custódia, a dezembro de 2010.....	56
Quadro 6 - Caracterização do sistema de regras e auto compensação do mercado belga, francês e holandês.....	76
Quadro 7 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado espanhol.....	77
Quadro 8 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado dos EUA e de Singapura.....	78
Quadro 9 - Caracterização do sistema de regras e de auto compensações do mercado de Hong Kong.....	79
Quadro 10 - Caracterização do sistema de regras e de auto compensações do mercado Italiano.....	80
Quadro 11 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado Português....	81
Quadro 12 - Caracterização do sistema de regras e compensações no mercado do Reino Unido....	81
Quadro 13 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado internacional.....	82

## **LISTAGEM DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

**ACG** – *Asia-Pacific Central Securities Depository Group*

**ACSDA** – *Americas' Central Securities Depositories Association*

**AECSA** – *Association of Eurasian Central Securities Depositories*

**AMEDA** – *Africa & Middle East Depositories Association*

**AUD** – *Asset Under Custody*

**BIS** – *Bank for International Settlements*

**BP2S** – *BNP Paribas Securities Services*

**CCP** – *Central Counterparty Clearing House*

**CSD** – *Central Securities Depository*

**DTCC** – *Depository Trust & Clearing Corporation*

**DvP** – *Delivery vs Payment*

**ECSDA** – *European Central Securities Depositories Association*

**ERISA** – *Employee Retirement Income Security Act*

**ESD** – *Expected Settlement Date*

**EUA** – *Estados Unidos da América*

**G30** – *Group of 30*

**ICSD** – *International Central Securities Depository*

**IDE** – *Investimento Direito Estrangeiro*

**IIC** – *Investimento Internacional de Carteira*

**ISSA** – *International Securities Services Association*

**OTC** – *Over the Counter*

**PD** – *Pay Date*

**PST** – *Positions* ou Posições sobre um título financeiro

**RD** – *Record Date*

**RSD** – *Real Settlement Date*

**SAD** – Sociedade Anónima Desportiva

**SD** – *Settlement Date*

**T2S** – *Target2 Securities*

**TD** – Trade Date

**XD** – *Ex-Dividend Date*

---

## GLOSSÁRIO

➤ **Asset Servicing**

Todos os serviços que englobam processos operacionais relativos à manutenção de títulos financeiros.

➤ **Bonds**

Em português, obrigações, são instrumentos financeiros de dívida em que um investidor empresta dinheiro a uma entidade, normalmente privada ou pública, por um determinado período de tempo, a uma taxa de juro fixa ou variável. São utilizados por empresas, Estados ou entidades governamentais a fim de se financiarem. Distribuem rendimentos sob a forma de juros.

➤ **Book-entry**

Sistema de registo eletrónico da propriedade de títulos financeiros, nomeadamente ações e obrigações. Elimina a necessidade da emissão de títulos financeiros em formato de papel.

➤ **Brokers**

Indivíduo ou empresa que cobra comissões por executar ordens, de compra e venda, submetidas por um investidor.

➤ **Bulk**

Termo utilizado para referir um pagamento em grande volume, numa só transação.

➤ **Central Counterparty Clearing House**

Entidade empresarial que reduz, a uma contraparte envolvida num negócio, o risco operacional, de mercado, de liquidação e legal. Torna-se a contraparte de um vendedor ou de um comprador, e garante que os termos de um negócio são cumpridos, mesmo que uma das partes não cumpra com o acordo.

➤ **Central Securities Depository**

Instituição ou instalação, de um determinado país, que realiza a salvaguarda do registo eletrónico de todos os títulos financeiros, a nível central, emitidos nesse mercado. Gerem normalmente uma plataforma de liquidação.

➤ **Compliance**

Conjunto disciplinar e normativo com o objetivo de fazer cumprir todas as leis, regulamentações, políticas e orientações, que concernem a atividade onde se insere uma determinada empresa ou instituição.

➤ **Core**

Parte central de uma determinada atividade e/ou negócio.

➤ **Corporate Actions**

Normalmente aprovados pelo conselho de administração de uma determinada companhia, são eventos que albergam mudanças estruturais em determinados títulos financeiros, tanto ordinárias como preferenciais, e que afetam todos os acionistas e detentores de obrigações.

➤ **Cross-border**

Um negócio que se liquida num mercado diferente do mercado onde está localizado uma das contrapartes envolvidas, ou até mesmo de ambas as partes.

➤ **Custodian**

Instituição financeira que detém os títulos dos seus clientes em segurança, minimizando o risco de roubo ou perda. Presta serviços associados à custódia desses títulos financeiros.

➤ **Custody**

Serviço de proteção e salvaguarda de títulos financeiros, fornecido por uma instituição financeira.

➤ **Delivery vs Payment**

Sistema de liquidação de transações de títulos financeiros, que estipula que o pagamento em dinheiro deverá ser feito antes, ou simultaneamente, à entrega dos títulos transacionados.

➤ **Equities**

Em português, ações, são instrumentos financeiros que representam a participação de um determinado investidor no capital de uma empresa. Distribuem rendimentos sob a forma de dividendos.



➤ **Firm Positions**

Posições que um investidor detém, sobre um determinado título financeiro, sob as quais não realizou nenhuma transação, próxima a um evento de distribuição de rendimentos.

➤ **Forex**

Mercado financeiro onde são transacionadas divisas.

➤ **Global Custodian**

Agente de custódia de títulos financeiros que fornece serviços a nível global, aos seus clientes, através de um único ponto de acesso.

➤ **Government Bonds**

Instrumentos financeiros de dívida pertencentes a instituições de cariz governamental.

➤ **Group of 30**

Organismo internacional de consultoria, formado por líderes e académicos, que visa aprofundar a compreensão das questões económicas e financeiras, fazendo uma análise das consequências das decisões tomadas a nível público e privado.

➤ **Income**

Rendimento representado quer na forma de juros quer na forma de dividendos.

➤ **Income flow**

Percurso percorrido pelo rendimento, desde o emissor até ao seu destino.

➤ **International Central Securities Depository**

*Central Securities Depository* que liquida operações em títulos internacionais, como *eurobonds*. Pode também executar liquidação de títulos financeiros nacionais, através de ligações a agentes locais de custódia central.

➤ **International Securities Services Association**

Organização sem fins lucrativos que reúne especialistas da indústria global de manutenção de títulos financeiros.

➤ **Local Custodian**

Agente de custódia de títulos financeiros que presta serviços apenas para o seu mercado de origem.

➤ **Over the Counter**

Negociação fora de bolsa, realizada diretamente entre as contrapartes envolvidas num negócio, sem qualquer tipo de supervisão.

➤ **Paying Agent**

Agente que aceita o pagamento de rendimentos de um emissor de títulos financeiros e, em seguida, o distribui aos seus proprietários.

➤ **Post-trading**

Segmento de negócio responsável por completar a negociação sobre um título financeiro. Inclui a confirmação mútua do negócio, a aprovação das condições de venda, o processamento de pagamentos, a transferência de títulos e o registo de propriedade.

➤ **Provider**

Instituição que fornece algum tipo de serviços.

➤ **Reserve Stock splits**

Ação corporativa em que uma entidade emissora reduz o seu numero de ações.

➤ **Safekeeping**

Armazenamento de bens e outros itens numa área protegida.

➤ **Settlement**

Processo em que os títulos financeiros são entregues, geralmente contra o pagamento em dinheiro, de forma a cumprir as obrigações contratuais de um negócio.

➤ **Stock Splits**

Ação corporativa em que uma empresa divide as suas ações em várias partes, criando assim um maior número de ações disponíveis.

➤ **Sub-custodian**

Agente de custódia de títulos financeiros que presta serviços, relacionados com ativos de um determinado mercado, em nome de outro agente de custódia, que não possua qualquer tipo de vínculo ao mercado do país em questão.

➤ **Trade**

Negócio realizado sob um determinado título financeiro.

➤ **Trading**

Segmento de negócio que visa unir vendedores e compradores num único local, aplicando uma comissão a todas as transações realizadas. Não pressupõe qualquer tipo de “armazenamento” dos valores transacionados.

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. Motivação

O presente trabalho resulta da conjugação de fatores e motivações académicas e profissionais. O ponto de partida foi o interesse pessoal no aprofundamento de conhecimentos na área dos mercados financeiros internacionais, potenciado pelo programa curricular do Mestrado em Economia da Universidade de Évora, especialização em internacionalização e competitividade, onde foram abordadas diversas matérias relativas aos mercados de títulos financeiros, e aos investimentos internacionais de carteira.

Foi também elemento motivador o percurso profissional percorrido até então, nomeadamente o estágio profissional realizado numa instituição financeira (*BNP Paribas Securities Services*) que me proporcionou o contacto direto com muitas das especificidades e práticas do funcionamento dos mercados financeiros, principalmente no domínio da prestação de serviços de custódia de títulos financeiros. Tudo isto fez com que o desenvolvimento do presente relatório fosse não apenas a concretização de uma etapa necessária para a conclusão do curso de mestrado, mas também uma forma de desenvolvimento das aptidões académicas, pessoais e profissionais.

O presente relatório de estágio reveste-se de importância pessoal, na medida em que permitiu o aprofundar dos conhecimentos sobre a rede de relações, ligações e intermediação que se estabelecem nos mercados financeiros internacionais. Pretende-se igualmente que seja um instrumento de valor académico, no sentido de informar sobre aspetos específicos da prática profissional na área específica da custódia de títulos financeiros, que não são habitualmente descritos nos manuais sobre temáticas relativas ao funcionamento dos mercados financeiros internacionais.

Algumas das maiores instituições financeiras, como é exemplo o *BNP Paribas* ou a *Morgan Stanley*, têm vindo a centralizar alguns dos seus serviços em Lisboa, em alternativa aos grandes centros financeiros, como Londres ou Nova Iorque. Este interesse deve-se principalmente a fatores relacionados com a qualidade dos ativos imobiliários e do capital humano (combinação de salários competitivos com o domínio de várias línguas estrangeiras), bem como com o contexto económico favorável à atração de investimento estrangeiro (Jornal Económico, 2016). Uma vez que estas instituições financeiras interessadas em descentralizar alguns dos seus serviços para Lisboa têm, além de outros serviços, atividade no ramo da custódia de títulos financeiros, a produção de instrumentos

didáticos que permitam aprofundar os conhecimentos neste domínio tem utilidade, pois permite complementar os conhecimentos académicos tradicionais com conhecimentos de natureza prática.

A diversificação das estratégias de investimento e o aumento dos fluxos internacionais de capitais ao longo do tempo (tanto de investidores particulares, como de instituições financeiras), fizeram com que se tornasse cada vez mais necessário a existência de um serviço de custódia de títulos financeiros a nível global, capaz de servir todas as exigências, bem como abranger todos os principais mercados financeiros a nível mundial.

Abrantes (1999) defende a existência de várias razões para a internacionalização, referindo como principal causa a crescente liberalização internacional de atividades de cariz industrial e comercial, e a concorrência extrafronteiras políticas. Porém, o mesmo autor não descarta também a influência da modernização das formas de internacionalização, afastando-se um pouco do paradigma tradicional das importações e exportações. A internacionalização não passa, hoje em dia, apenas pelo comércio internacional, assumindo outras formas.

Segundo o mesmo autor, o investimento direto estrangeiro (IDE) define-se no controlo de ativos num país que não é o país origem do investidor, que assume responsabilidades de gestão desses ativos. Diferenciam-se do IDE os investimentos internacionais de carteira (IIC ou *portfolio investments*), cujo objetivo é apenas gerar lucros através dessas participações, assumindo normalmente a forma de ações e/ou obrigações, afastando-se de qualquer responsabilidade de gestão. Apesar do IDE e IIC serem ambas formas de investimento internacional, diferenciam-se pelas características mencionadas. O IIC diz respeito apenas à procura de rentabilidade através da compra e venda de ações e/ou obrigações, com a variação do seu valor, bem como no ganho de rendimentos provenientes da distribuição de juros ou dividendos associados a um determinado instrumento financeiro.

As tendências da necessidade de internacionalização por parte das empresas, quer a nível de IDE ou de IIC, não refletem a internacionalização de um produto ou de um bem que as mesmas produzem ou prestam, mas sim a internacionalização dos seus capitais.

Sandroni (1999) definia a existência de um mercado quando:

“...compradores que pretendem trocar dinheiro por bens e serviços estão em contato com vendedores desses mesmos bens e serviços. Desse modo, o mercado pode ser entendido como o local, teórico ou não, do encontro regular entre compradores e vendedores de uma determinada economia. Concretamente, ele é formado pelo conjunto de instituições em que são realizadas transações comerciais (feiras, lojas, Bolsas de Valores ou de Mercadorias etc.) ...” (1999, p. 378).

Qualquer mercado, independentemente da sua génese, pode ser determinado como o local onde se encontram os dois extremos de qualquer negócio: uma parte que pretende vender e outra parte que procura comprar.

Como se observa na figura 1, quem tem excedente financeiro procura uma forma de dar rentabilidade a esse excedente, e quem tem défice procura financiamento de forma a corresponder às suas responsabilidades. O mercado bancário, representado na figura como intermediário financeiro, sempre foi o primeiro ponto de satisfação dessas necessidades. Quem possui um excedente financeiro recorre às instituições bancárias para rentabilizar o seu capital, por exemplo através de depósitos, uma vez que estas pagam ao cliente uma taxa de juro. Por outro lado, quem possui um défice financeiro procurará, junto das instituições bancárias, formas de financiar o balanço deficitário, pagando uma taxa de juro aos bancos pelos empréstimos que lhe são cedidos.

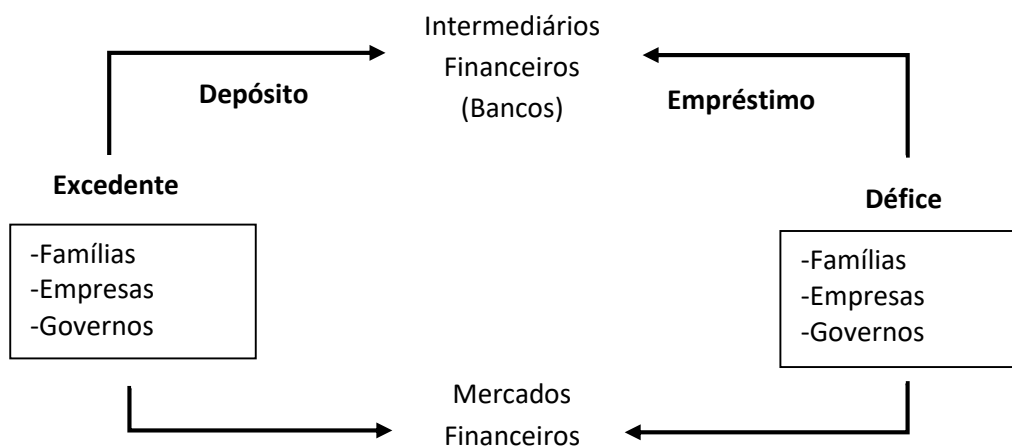


Figura 1 - Enquadramento dos mercados financeiros como alternativa aos intermediários financeiros.

Várias instituições, multinacionais ou domésticas, de grande ou pequena dimensão, públicas ou privadas, procuraram alternativas menos dispendiosas do que o crédito bancário. Os mercados financeiros assumiram naturalmente essa tarefa, fazendo com que as instituições se financiassem diretamente, através da venda direta de ações e/ou obrigações, traduzindo-se numa despesa inferior, quando comparada aos juros do crédito bancário.

A procura por soluções de investimento e de financiamento por parte dos elementos representados na figura 1 (famílias, empresas e governos) pode acontecer em dois contextos distintos: economia fechada e economia aberta. Num país cujo mercado é constituído, em grande maioria, por agentes que registam défices, há a necessidade de recorrer a mercado externos para procurar capital. O

---

contrário acontece numa economia em que a maioria dos agentes é excedentário em capital e, como tal, necessita de encontrar soluções de investimento noutros mercados. A evolução desta dinâmica de obtenção de créditos e de investimentos potenciou o fluxo internacional de capitais, bem como a existência de instrumentos financeiros cada vez mais diversificados.

O presente trabalho aborda a temática dos IIC, uma vez que trata questões relacionadas com a custódia de títulos financeiros, nomeadamente ações e obrigações. Nos mercados financeiros as ações e as obrigações são transacionadas na forma de títulos financeiros, entre os investidores. Com o aumento do fluxo internacional de capitais cresceu o número de transações sobre títulos financeiros, levando a que proprietários dos mesmos procurassem um serviço que lhes permitisse manter os seus títulos num local seguro, evitando furtos ou extravios. O comportamento mencionado ocorreu devido ao facto dos títulos financeiros serem tradicionalmente transacionados na sua forma física.

Há autores que defendem (Chan et al., 2007) que foi de forma natural que surgiu, no seu formato inicial, a custódia e os serviços de custódia de títulos financeiros. A transação dos títulos financeiros no seu formato físico, e a necessidade da sua salvaguarda, levou a que os investidores optassem por guardar os seus títulos financeiros nas suas próprias instalações, como em cofres pessoais ou institucionais (no caso de investidores institucionais). Porém, a grande maioria dos investidores institucionais optavam por instituições financeiras que tivessem ao seu dispor serviços de guarda e proteção dos seus valores, através de cofres fortes. No último caso, a responsabilidade da proteção desses valores era transferida para o prestador de serviços.

Não obstante, autores como McGill e Patel (2008) afirmam que o mercado da custódia de títulos financeiros se formou no momento da entrada em vigor do *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), que ocorreu nos Estados Unidos da América, em 1974. O ERISA foi um ato que teve como principal objetivo a regulamentação dos fundos privados de pensões nos EUA e a proteção dos interesses dos seus participantes. Era também um dos objetivos, estabelecer padrões que teriam de ser respeitados pelos fundos de pensões, tais como: quem deve estar abrangido pelos mesmos, quanto tempo tem um indivíduo que trabalhar para ter direito a uma pensão e quais são as poupanças anuais que se devem fazer para que exista capital necessário a fim de ser possível pagar futuras pensões (Purcell e Staman, 2008). Além destas indicações, foram também tomadas medidas que fizeram com que os agentes económicos, que forneciam fundos de pensões, se vissem obrigados a manter a gestão dos seus investimentos através da custódia dos títulos financeiros, que pertenciam ao seu *portfolio* (McGill e Patel, 2008).

Segundo Chan et al. (2007), foi nos EUA que surgiram os primeiros agentes de custódia de títulos financeiros. Apesar do passar dos anos e do progresso tecnológico, continua a ser nos EUA que existem

---

os agentes de custódia de títulos financeiros mais desenvolvidos do mundo. Ainda de acordo com Chan et al. (2007), o facto dos bancos de custódia terem sob sua vigilância os títulos financeiros de vários investidores, proporcionou-lhes a vantagem de poderem fornecer outros serviços, como a liquidação de negócios (*settlement*) e a custódia de títulos (*asset servicing*).

Com o tempo, o foco principal da custódia deixou de ser a guarda física de títulos financeiros, ainda que as competências relativas a serviços de *settlement* e *asset servicing* se tenham mantido praticamente inalterados.

Independentemente da evolução natural ao nível do mercado de custódia de títulos financeiros, os bancos de custódia continuaram responsáveis pelo *settlement* (liquidação). Sempre que títulos são vendidos ou comprados, o agente de custódia é responsável por fazer a entrega ou a receção do número de títulos transacionados, e pagar ou receber o montante associado ao negócio, agindo sempre em representação dos clientes. Por outro lado, o facto de terem em sua posse os títulos financeiros dos seus clientes, faz com sejam responsáveis por executar qualquer benefício, direito ou obrigação a que os portfólios dos seus investidores estejam sujeitos. A este tipo de serviços dá-se o nome de *asset servicing* e compreendem, entre outros, categorias como:

- a) distribuição de rendimentos (juros e dividendos),
- b) atos societários ou ações corporativas, normalmente conhecidos como *Corporate Actions* (eventos de dividendos opcionais, aumentos de capital, entre outros),
- c) reorganizações societárias,
- d) serviços de impostos (*Tax*) que podem estar associados ao pagamento ou à reclamação de impostos junto das entidades tributárias,
- e) representação de clientes dentro das assembleias de acionistas.

Para além destes serviços, um *custodian* funciona também como um elo de intermediação entre agentes envolvidos nos mercados financeiros (Chan et al., 2007). O investidor poderia estabelecer estas ligações, no entanto opta regularmente por adquirir este tipo de serviço junto de especialistas, reduzindo assim a sua exposição ao risco, nomeadamente ao risco operacional. A indústria da custódia de títulos financeiros é caracterizada pela intermediação, à semelhança da indústria de investimento.

Chan et al. (2007) defendem que a capacidade dos *custodians* desenvolverem economias de escala faz com que os investidores optem por contratar os seus serviços. As economias de escala desenvolvidas pelos agentes de custódia de títulos financeiros permitem o fornecimento de serviços a um custo menor do que aquele que um cliente iria conseguir, caso assumisse a responsabilidade pela gestão do seu *portfolio*.



É importante destacar que a base de clientes que optam pela contratação de serviços de custódia de títulos financeiros é composta por: grandes investidores, fundos mútuos, gestores de investimento, fundos de pensões, seguradoras, instituições financeiras, empresas, bancos, fundações, entre outros (*Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury, 2002*).

O elevado número de transações, aliado ao movimento de títulos físicos, poderiam gerar consequências negativas, tais como: atrasos, erros, problemas de liquidez dos mercados financeiros e aumento da probabilidade de fraude e falsificações. A perda do percurso da propriedade dos títulos financeiros, associada a todos estes riscos, pode tornar difícil a identificação do seu legítimo beneficiário (Chan et al., 2007). Consequentemente, urgia a necessidade de desmaterialização dos títulos financeiros como inibidor de transações na forma física. Décadas atrás, vários mercados criaram infraestruturas denominadas *Central Securities Depositories (CSDs)*, para oficializarem o processo de desmaterialização dos títulos financeiros, substituindo as transações em formato físico por um registo eletrónico.

O objetivo da introdução dos CSDs nos mercados financeiros seria estabelecer entidades centrais que detivessem todos os títulos financeiros de um mercado específico. A tendência seria sempre para que todos deixassem de existir na sua forma física - até porque – o progresso tecnológico permitiu que todos os países fossem criando os seus próprios CSDs.

Independentemente da evolução tecnológica, foram várias as instituições que elaboraram rigorosas recomendações acerca da necessidade da existência de CSDs capacitados, estruturados, legais e estáveis. Servem de exemplo as seguintes: *Group of 30 e International Securities Services Association (1999)*, *Bank for International Settlements e International Organization of Securities Commissions (2001)* e o Banco Central Europeu e o *Committe of European Securities Regulators (2009)*.

Tais recomendações propunham o seguinte:

- a) cada país deverá possuir um CSD eficaz e totalmente desenvolvido, garantindo o fomento de uma maior amplitude do seu raio de ação e participação (G30 e ISSA, 1999),
- b) todos os títulos financeiros devem ser imobilizados ou desmaterializados e transferidos para um sistema de *book-entry* no respetivo CSD (*Bank for International Settlements e International Organization of Securities Commissions, 2001*),
- c) os títulos financeiros deverão ser imobilizados ou desmaterializados nos seus CSDs da forma mais abrangente possível. O CSD deverá garantir que a emissão, a custódia e a transferência de títulos sejam levadas a cabo de modo adequado, ajustado e correto, garantindo assim a segurança e integridade

dos títulos emitidos e também do interesse de todos os investidores (Banco Central Europeu e *Committe of European Securities Regulators*, 2009).

A imobilização é um conceito bastante diferente da desmaterialização, sendo que o primeiro compreende a conjugação de todos os títulos de um determinado mercado financeiro afetos a um certo CSD, imobilizando-os no mesmo “local”. Por outro lado, a desmaterialização compreende o processo de transformação dos títulos financeiros da sua estrutura tradicional, em papel, para um formato informático conhecido como *book-entry*.

A título de exemplo: as primeiras instituições que potenciaram a imobilização dos títulos financeiros, denominadas *Kassenverein*, foram formadas na Alemanha, no final do séc. XIX. Porém, o primeiro país da Europa que optou por desmaterializar por completo os títulos financeiros foi a Dinamarca, em 1981 (Chan et al., 2007).

Toda esta envolvência revelou-se um fator significativo no que toca à evolução da custódia de títulos financeiros num nível globalizado. Segundo McGill e Patel (2008), tradicionalmente os serviços de custódia eram vistos como uma área de negócio em que *core* seria a prestação da guarda física dos títulos financeiros dos seus clientes, prestando também alguns serviços de valor acrescentado. Porém, a desmaterialização dos títulos financeiros e sua substituição por registos eletrónicos, geridos por sistemas informáticos altamente sofisticados, fizeram com que a custódia de títulos financeiros se tornasse complexa, sendo constituída pelos mais variados serviços que se traduziam numa mais-valia para todos os agentes.

A desmaterialização dos títulos financeiros foi o processo essencial que fez com que a custódia tivesse uma verdadeira oportunidade para se desenvolver, mas apenas o desenvolvimento tecnológico permitiu a progressão necessária, tornando possível a criação de verdadeiras plataformas globais de custódia de títulos financeiros. Hoje em dia a custódia global já excedeu os 90 triliões de dólares e é um negócio em crescimento que cobre mais de 200 países (McGill e Patel, 2008).

Outros autores também referem que é característica dos mercados de capitais globais a pressão que sofrem pelas forças da globalização e da consolidação. Os mercados modernos foram beneficiados pela enorme inovação tecnológica e regulamentação, o que provocou mudanças estruturais no seu funcionamento. Apesar do progresso tecnológico eliminar parcialmente a necessidade de um mercado físico, aumentou muito a competitividade nos mercados domésticos e nos mercados globais. Da mesma forma que aumenta a competitividade, aumenta na mesma proporção o interesse dos investidores em diversificar a sua carteira de investimentos a nível internacional (Schmiedel, Malkam, e Tarkka, 2002).

Os mercados financeiros são hoje um universo onde reina a era tecnológica e onde a informação viaja a uma velocidade sem igual. Todas estas dinâmicas causam um ambiente extremamente competitivo que apela à máxima diversificação no que toca a estratégias de investimento. A custódia de títulos financeiros vem satisfazer diversas necessidades proporcionadas por este ambiente.

## 1.2. Objetivos

O presente relatório de estágio tem como objetivo contextualizar e descrever como se processa a distribuição de rendimentos nos mercados financeiros.

O estágio que consubstancia o relatório foi realizado numa equipa de *market claims* (serviço específico prestado pelos agentes de custódia de títulos financeiros), o que permite também descrever a área de afetação deste serviço e a forma como proporciona valor acrescentado, tanto aos agentes de custódia, como aos seus clientes.

Para atingir os propósitos deste trabalho iremos, de forma detalhada:

- a) retratar a evolução dos mercados financeiros internacionais,
- b) descrever os motivos que levaram ao aparecimento de serviços de custódia de títulos financeiros,
- c) caracterizar a importância dos agentes de custódia,
- d) abordar as ligações estabelecidas entre os *custodians* e os mercados de título financeiros,
- e) demonstrar, com o exemplo do BP2S, de que forma é que os prestadores de serviços de custódia de títulos financeiros se inserem na dinâmica dos mercados financeiros,
- f) abordar os vários serviços oferecidos por uma instituição prestadora de serviços de custódia, usando sempre como exemplo a instituição onde foi realizado o estágio,
- g) abordar a importância e a envolvimento do serviço de *market claims*.

### 1.3. Estrutura do Relatório

O presente relatório de estágio está dividido em sete partes. A primeira, é a presente introdução, onde apresentaremos a temática da custódia de títulos financeiros, abordando as razões da necessidade da sua existência, bem como os principais aspetos da evolução verificada nas últimas décadas nos mercados financeiros. De seguida, o relatório está organizado nos seguintes capítulos:

1. *Caracterização da situação objeto de estudo:*

Com este capítulo apresenta-se a temática abordada, enquadrando os vários serviços prestados por um *provider* de custódia de títulos financeiros a nível global. Pretende-se também transmitir os principais fundamentos do serviço de *market claims*.

2. *BNP Paribas Securities Services como agente de custódia global:*

Este capítulo tem como principal foco a familiarização com a instituição financeira onde foi realizado o estágio, usando-a como “entidade amostra” do setor de custódia. Explicar-se-á a sua envolvente setorial e demonstrar-se-á os resultados e o posicionamento no universo das principais prestadoras de serviços de custódia de títulos financeiros, não deixando de fazer referência aos diferentes serviços prestados. Irá abordar-se, ainda neste capítulo, a caracterização de um *custodian* como agente de custódia global.

3. *CSDs como infraestruturas dos mercados financeiros:*

Descrição do papel dos CSDs nos mercados financeiros internacionais, bem como a ligação das instituições de custódia aos mesmos, utilizando sempre como amostra institucional o *BNP Paribas Securities Services*.

4. *Principais mercados e regras de compensação:*

Relato das regras subjacentes aos principais mercados financeiros quando se executam *trades* entre dois agentes localizados num mercado específico, e que definem a elegibilidade dos clientes para uma distribuição de rendimentos. Pretende-se também com este capítulo destacar quais os mercados onde existem serviços de auto compensação e que influência estes têm na distribuição de rendimentos (*income*).

5. *Processamento de market claims em mercados auto compensados e não compensados:*

Neste capítulo exemplifica-se o modo como os *custodians* se interligam com os demais intermediários presentes num determinado mercado, para processamento de *market claims*. Demonstra-se, através

de uma vertente mais operacional, como se efetuam as compensações nos mercados financeiros relativamente a negócios feitos entre clientes representados por diferentes prestadores de serviços de custódia. Descreve-se o risco associado a este tipo de serviço, bem como as previsões do seu posicionamento no futuro.

*6. Conclusões:*

Apresentam-se as conclusões obtidas da realização do relatório de estágio, indicando as principais mais-valias do setor, descrevendo os principais desafios da custódia de títulos financeiros, bem como algumas previsões de evolução futura. Descrevem-se igualmente alguns dos principais desafios e limitações na elaboração do relatório.

---

## 2. CARATERIZAÇÃO DA SITUAÇÃO OBJETO DE ESTUDO

### 2.1. Introdução

O principal objeto de estudo são as compensações de mercado, conhecidas como *market claims* nos mercados financeiros domésticos e internacionais. As *market claims* são um sistema de compensações que podem ser definidas como o processo de reafetar a distribuição de rendimentos à parte devidamente elegível (ECB - T2S Advisory Group, 2013). O estágio foi realizado numa equipa que lida com este tipo de atividade no seu dia-a-dia, e decorreu na instituição do BNP Paribas Securities Services, em Lisboa, durante o período de 12 meses (de setembro de 2015 a agosto de 2016). Por questões de confidencialidade não foi possível anexar a este trabalho o cronograma relativo ao estágio desenvolvido.

Todos os *custodians* de títulos financeiros prestam aos seus clientes os mais variados serviços, a nível da custódia (*custody*) e liquidação (*settlement*) de títulos. As *market claims* são um serviço prestado ao cliente que se insere na vasta gama de serviços existentes, sendo que apenas existem quando os CSDs permitem este tipo de mecanismos de compensação.

Segundo Simmons (2002), a custódia de títulos financeiros evoluiu para um estado em que é possível fornecer a maior eficiência possível, conjugada com o menor risco, à relação entre a liquidação de transações de títulos e a sua manutenção. Os serviços prestados pelos *custodians* são responsáveis por gerar essa eficácia e as *market claims* representam um destes serviços.

### 2.2. Serviços prestados por um *Custodian*

A custódia de títulos financeiros fundou-se através da prestação de serviços de *safekeeping* e *settlement*, cobrados aos clientes através de uma taxa. Originalmente, os serviços fornecidos eram bastante básicos.

Independentemente de os bancos processarem negócios de venda ou de compra, bem como a coleta de rendimentos para os seus próprios investimentos, os seus clientes teriam que realizar por si

próprios a coleta dos seus dividendos e juros (rendimentos), apesar de deterem os seus títulos sob custódia nesses bancos. Quando os bancos se aperceberam que a sua especialização, bem como a sua reputação nos mercados era bastante elevada, começaram a promover a sua capacidade de prestar aos seus clientes, processos que já executavam para si mesmos (*Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury, 2002*).

Quando se fala em mercados financeiros existe, normalmente, uma associação às bolsas de valores, à negociação (ou *trading*). Porém, nesta visão apenas se reconhece o que acontece no momento do *trading*, ou seja, no momento em que se definem os detalhes de um determinado negócio. Para além do universo do *trading*, existe uma realidade bastante complexa que compreende todo o processo de *post-trading*, isto é, o que acontece após a negociação. É neste contexto que se encontram todos os serviços associados à custódia de títulos financeiros.

A figura 2 representa uma situação comum do enquadramento dos agentes envolvidos numa negociação. Apesar da negociação ocorrer no mercado regulado, no setor do *trading*, a sua liquidação só ocorre no CSD, por intermédio dos agentes de custódia de títulos financeiros, ou seja, no universo dos serviços de *post-trading*. A negociação pode ser também executada *over the counter* (ao balcão), negociada diretamente entre as partes às quais o negócio diz respeito. No entanto, a mesma não deixa de ter a liquidação ao nível do CSD.

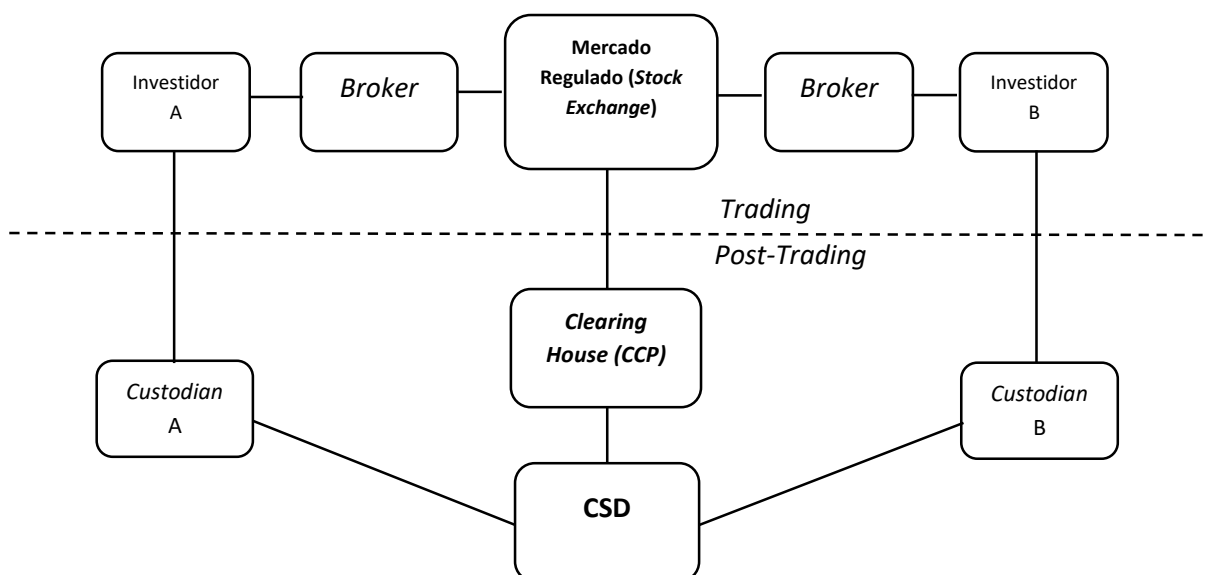


Figura 2 - Caracterização do posicionamento dos agentes envolvidos nos mercados financeiros.

Segundo o *Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury* (2002) os tipos de serviços prestados pelos *custodians* dividem-se nas seguintes áreas:

- a) custódia e liquidação (*Safekeeping and Settlement*),
- b) manutenção de ativos (*Asset/Securities Servicing*),
- c) empréstimo de títulos,
- d) outros serviços de valor acrescentado.

### **2.2.1. Custódia e Liquidação**

Este tipo de serviços reparte-se em diversas áreas, tais como: guarda de ativos sobre custódia, liquidação de títulos financeiros, relatórios e manutenção de registos, gestão de capital e serviços de gestão de divisas.

#### *a) Guarda de ativos sob custódia:*

Um banco que forneça serviços de custódia de títulos financeiros tem sob a sua responsabilidade a gestão da segurança e da proteção dos títulos financeiros dos seus clientes, nas suas próprias instalações. Estes títulos podem ser guardados na sua forma física ou na forma de registo eletrónico.

#### *b) Liquidação de títulos financeiros:*

Um *custodian* tem a responsabilidade de garantir que todos os processos pelos quais passam a venda e a compra de títulos financeiros sejam executados com a maior eficiência. Qualquer transação passa por quatro processos essenciais à sua execução: iniciação do negócio, afirmação do negócio, liquidação do negócio e, por fim, verificação da conformidade do negócio respeitando os princípios de *compliance*. É necessário que o *custodian* seja um bom comunicador, assegurando a articulação entre todos os participantes envolvidos no negócio, de forma a executá-lo com precisão e agilidade (*Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury*, 2002).

Com o desenvolvimento dos mercados financeiros, o ambiente de negócio e os ciclos de *settlement* têm evoluído no sentido de assegurar o menor risco possível, retirando benefícios das evoluções tecnológicas (*Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury*, 2002).

A venda ou compra de um título financeiro, tem associada um ciclo de *settlement*, usualmente conhecido como T+1, T+2 ou T+3, de acordo com a data de liquidação de um determinado negócio, associado ao *settlement* na data da negociação mais um dia, dois dias ou três dias, respetivamente



---

(Investopedia, 2016b). A maioria dos mercados financeiros funciona em sistemas de DvP( *Delivery versus Payment*), garantindo que um investidor só pode ter do seu lado os títulos financeiros, ou o montante em capital referente ao negócio (Chan et al., 2007). O termo *settlement*, ou liquidação, pressupõe o momento em que se executa o processo final de um *DvP*, isto é, o momento em que o vendedor recebe o dinheiro e o comprador os respetivos títulos financeiros.

Até à data em que se realiza a liquidação de um negócio, o processo de negociação passa por algumas fases com características específicas. Em cada um dos momentos existe uma ação a tomar, seja pelo investidor ou pelo seu serviço de custódia contratado. Na iniciação da negociação, o investidor terá de manifestar ao *custodian* a sua intenção de negócio, através de uma instrução fornecida por plataformas próprias, em formato eletrónico ou mesmo em documento físico. Desta fase extrai-se a *trade date*, ou data da negociação, que pode também ser expressa como TD.

Numa fase posterior, dá-se a confirmação do negócio, ou seja, do lado da custódia é emitida a instrução do seu cliente à contraparte do negócio. Após a confirmação, o *custodian* avalia a correspondência dos detalhes da transação. Quando forem confirmados os detalhes, é executada a *trade*. Normalmente este processo ocorre à T+1, num ciclo de *settlement* de T+3. No período T+2 os *custodians* preparam os seus registos e a receção ou o pagamento de fundos à contraparte. Por fim, no momento T+3 ocorre a liquidação do negócio, ou seja, os títulos são entregues ao comprador e o dinheiro correspondente ao negócio entregue ao vendedor.

Estas fases correspondem a um exemplo de um ciclo de *settlement* de T+3. Existem, no entanto, outros tipos de ciclos de liquidação (T+1 ou T+2). Para além das fases que decorrem do processo de negociação de compra e venda de títulos financeiros, à *posteriori* existe ainda uma fase em que se verifica se todo o processo foi realizado em conformidade com as normas internas da instituição de custódia. São verificados todos os registos das contas de clientes, tanto de títulos como de dinheiro, de forma a confirmar se o processo decorreu conforme o estabelecido.

#### c) *Relatórios e manutenção de registos:*

Os serviços de relatórios e manutenção de registos, além de representarem uma ferramenta indispensável à gestão de risco, na medida em que identificam e monitorizam os riscos associados às operações de um *custodian*, são também serviços que fazem parte da estratégia de serviços, providenciando aos seus clientes relatórios que abrangem áreas como a legislação e regulação.

Cada cliente tem necessidades específicas, que variam consoante o seu tipo principal de investimento e a sua preferência geográfica de afetação dos valores mobiliários. Para corresponder a toda esta

variedade, um *custodian* terá que estar preparado para fornecer aos clientes os relatórios que melhor satisfaçam as suas especificidades.

d) *Gestão de capitais:*

Este serviço inclui a movimentação, a gestão e a monitorização de todas as transações em numerário, relacionadas com a negociação de títulos e outras atividades.

e) *Gestão de divisas:*

Devido à diversidade dos investimentos dos seus clientes, os bancos de custódia fornecem também serviços de gestão de divisas, permitindo assim a realização de investimentos em diferentes moedas.

Em cada mercado doméstico costuma utilizar-se a própria divisa como moeda de referência. Desta forma, todos os negócios têm de ser realizados na respetiva divisa, assim como o pagamento de juros e dividendos associados a esses títulos.

Os serviços associados ao *forex*, fornecidos pelo *custodian*, facilitam o câmbio da divisa mais comum de um investidor, para realizar investimentos fora das suas fronteiras, permitindo que após o pagamento de juros ou de dividendos, o cliente tenha os seus rendimentos na moeda da sua preferência.

### **2.2.2. Manutenção de Ativos**

Segundo Chan et al. (2007), os serviços de manutenção de ativos (usualmente conhecidos como *Asset Servicing* ou *Securities Services*), são definidos como todo o tipo de serviços ligados ao processamento dos direitos e obrigações de um título financeiro detido em custódia. Este tipo de processos compreende, entre outros, a distribuição de rendimentos e dividendos, o processamento e o tratamento de impostos retidos na fonte, bem como a sua recuperação, a representação dos clientes em reuniões de acionistas, utilizando o direito ao voto através de procuração e a notificação de clientes relativamente a ações corporativas. Os serviços de manutenção de ativos caracterizam-se como o *core* dos serviços providenciados por um banco de custódia e dividem-se em três áreas: distribuição de rendimentos, ações corporativas e recuperação ou retenção de impostos (*Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury, 2002*).

---

a) *Distribuição de rendimentos:*

A distribuição de rendimentos será a área mais abordada no presente relatório. O serviço de *market claims*, apesar de ter a sua origem no *settlement* (pois sem *trades* e sem negociação não existem compensações) - está diretamente associado à distribuição de rendimentos. Os bancos de custódia são responsáveis por notificar os seus clientes de uma futura distribuição de rendimentos associados ao seu *portfolio* (juros ou dividendos), bem como realizar a distribuição do mesmo, consoante as preferências dos seus clientes. Esta será a área mais abordada durante o relatório de estágio, uma vez que o trabalho aborda a envolvência e o funcionamento da distribuição de rendimentos nos mercados financeiros.

b) *Ações corporativas:*

A uma ação corporativa encontra-se normalmente associado um evento de reestruturação ou reorganização de capital, anunciado pelo emissor de um título financeiro e que o afeta diretamente, bem como aos seus investidores. Estas ações podem ser: *stock splits*, *reverse stock splits*, dividendos sobre a forma de ações, aumentos de capital, entre outros. Um *custodian* monitoriza todas as possíveis *corporate actions* que sejam anunciadas pelos emissores de títulos por si detidos em custódia, notificando os clientes que irão ser afetados.

c) *Recuperação e retenção de Impostos:*

Os investidores, através dos serviços de custódia, tendem a diversificar os seus investimentos a nível geográfico, afetando-os a diversos países. Deste modo, encontram-se diretamente sujeitos à legislação fiscal presente nos mercados para onde direcionam as suas aplicações financeiras (cada país possui a sua própria regulamentação fiscal). A maioria dos países aplica retenção de impostos em dividendos e juros, não só para investidores residentes, mas também para investidores não residentes.

Os serviços sobre impostos baseiam-se bastante na especialização e experiência dos *custodians*, relativamente aos vários mercados, o que possibilita aos seus clientes a cobrança de impostos mais reduzidos ou a reclamação às entidades tributárias das quantias retidas. Existem tratados tributários, acordados entre países, que podem produzir impostos reduzidos ou até mesmo a sua isenção, em certos ganhos de capital (*Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury, 2002*).

Os *custodians* têm a obrigação de manterem a sua base de dados atualizada para benefício dos seus clientes. Os tratados fiscais visam a atração de investimento internacional e compreendem formas diferentes. Podem ser cobradas taxas mais reduzidas no momento do pagamento de juros ou

dividendos, ou seja, aquando do pagamento de rendimento a taxa  o   reduzida na fonte. Também pode acontecer serem cobrados os impostos na sua totalidade, levando a que o *custodian* execute um pedido de recuperação de fundos às entidades tributárias competentes para o efeito, segundo o benefício fiscal em vigor.

### **2.2.3. Outros serviços de valor adicionado**

Segundo o *Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury* (2002) para além de todos os serviços mencionados existem também outros de valor acrescentado, que são fornecidos pelos bancos de custódia de títulos financeiros. Devido à automatização dos mercados de títulos financeiros, a margem de lucro dos *custodians* tornou-se cada vez mais reduzida e surgiu a necessidade do desenvolvimento de estratégias e serviços que lhes permitissem inverter a tendência.

O futuro da custódia de títulos financeiros depende da capacidade que cada *custodian* possui de identificar os métodos para aumentar a eficácia dos processos associados aos investimentos dos seus clientes. Como tal, os bancos de custódia desenvolveram outra gama de serviços: medição e gestão de risco, monitorização de *compliance*, desenvolvimento de ferramentas de controlo e medição de *performance*.

#### *a) Medição e gestão de risco:*

Serviço no âmbito do qual os *custodians* fornecem aos seus clientes ferramentas de gestão de risco.

#### *b) Monitorização de compliance:*

Os *custodians* fornecem aos seus clientes ferramentas para monitorizar e testar se todos os processos se encontram em conformidade com os regulamentos de um determinado mercado.

#### *c) Ferramentas de controlo de performance:*

Alguns clientes poderão exigir que os seus *custodians* tenham a capacidade de lhes fornecer ferramentas, para poderem analisar a *performance* dos seus gestores de *portfolio*.

### 2.3. Market Claims

A descrição das *market claims*, também reconhecidas por compensações, encontram várias posições tomadas pelos mais variados agentes envolvidos nos mercados financeiros internacionais. O *ECB - T2S Advisory Group* (2013) define as compensações como o processo de reafetar os rendimentos provenientes da distribuição de benefícios à parte contratualmente elegível a recebê-los. Instituições como a *Clearstream - Deutsche Borse Group* (2016) afirmam que as *market claims* acontecem quando a distribuição de rendimentos associados a um determinado título financeiro é paga de forma indevida, à parte que não tem direito a receber esses fundos. Ainda outros agentes financeiros, como a *International Securities Association for Institutional Trade Communication* (2012), defendem que as compensações são pedidos de restituição de fundos, normalmente relacionados com a liquidação tardia de transações financeiras, levados a cabo por um agente de custódia em representação de um cliente. Apesar das várias definições existentes sobre o conceito de *market claims*, as mesmas assentam sobre premissas bastante semelhantes.

Durante o período de vida de um título financeiro, existem eventos de distribuição de rendimentos aos investidores. O serviço de compensações está diretamente associado a este tipo de eventos pois podem originar a necessidade de compensações. A figura 3 representa a afetação do serviço de *market claims* no leque de serviços prestados por um *custodian*. No caso de um pagamento de juros ou dividendos, existe uma ordem lógica e uma estrutura que representa como se processa a distribuição, desde o emissor até ao investidor.

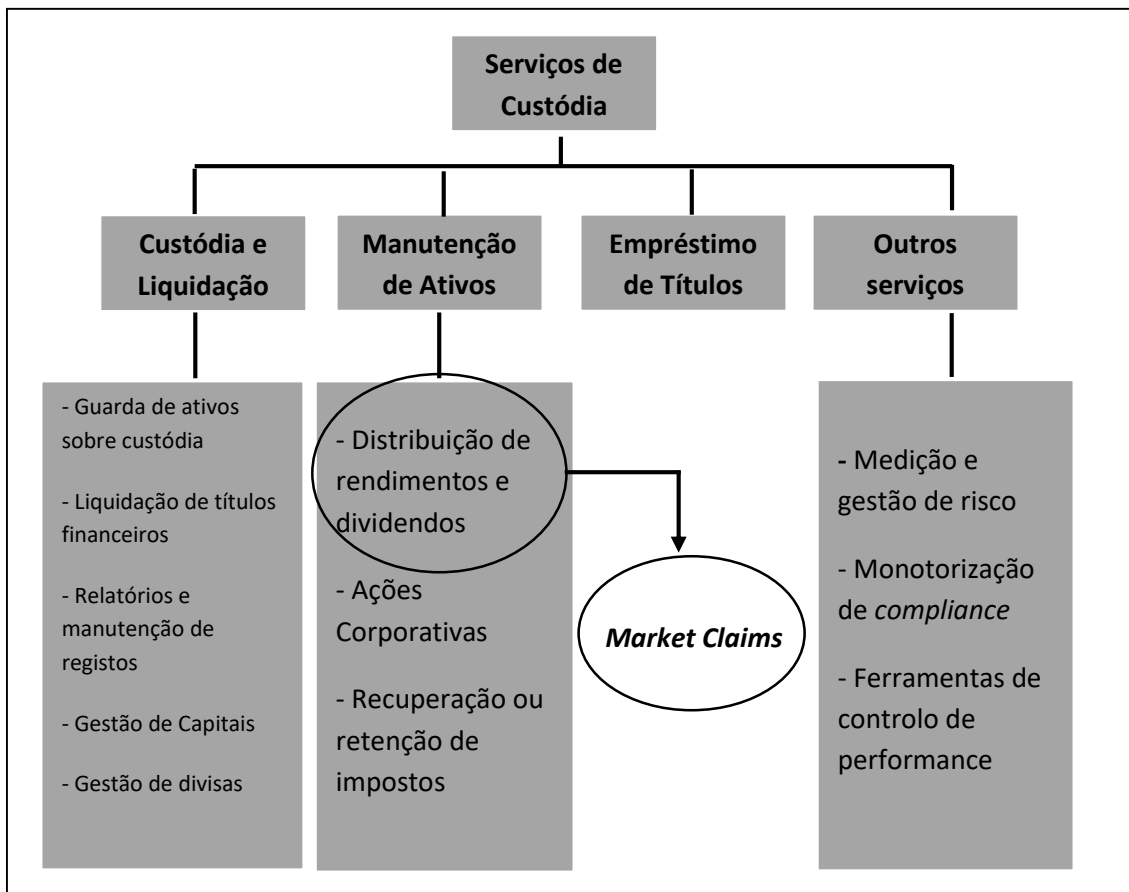


Figura 3 – Enquadramento do serviço de market claims na divisão de serviços prestados por um agente de custódia. Fonte: Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury (2002)

Quando uma determinada empresa decide emitir ações ou obrigações, necessita de um elo de ligações que lhe capacite o alcance aos investidores e aos interessados em comprar esses instrumentos financeiros. São igualmente necessárias ligações quando existe uma distribuição de rendimentos.

As empresas que não têm competência legal para realizar alguns procedimentos financeiros recorrem a agentes externos para assegurar a distribuição dos rendimentos aos titulares dos seus títulos. A figura 4 representa a forma como os emissores realizam o pagamento aos seus investidores, bem como os agentes intermediários envolvidos no processo.



Figura 4 - Estruturação dos intermediários envolvidos num processo de distribuição de rendimentos. Fonte: Organisation for Economic Co-operation and Development (s.d.)

Por exemplo, se a SAD de um clube desportivo pretendesse emitir obrigações, não poderia fazê-lo diretamente, tendo que recorrer a um segmento de intermediação. O mesmo aconteceria quando ocorresse uma distribuição de juros. A SAD teria de recorrer a intermediários para conseguir entregar os juros aos seus investidores.

Existe uma diferença entre a emissão de juros e dividendos que é importante destacar. O pagamento de juros, no caso de obrigações, decorre de um processo contratual que determina que no dia X, passados Y dias da obrigação ter sido emitida, o investidor irá receber um juro percentual relativo ao investimento que realizou. No caso da distribuição de dividendos, esta só ocorre se, e quando, a empresa emissora decidir que estão reunidas as condições financeiras para a distribuição de retribuições aos seus investidores. Independentemente das diferenças entre as duas, estas são anunciadas pelos emissores aos investidores.

Da mesma forma que um investidor não consegue comprar ações diretamente ao emissor, o segundo não consegue pagar lucros de forma direta, ao comprador, sobre os títulos emitidos por si. Suponhamos, por exemplo, que uma empresa tem anexado a um título financeiro por si emitido um pagamento de juros ao dia X. Para que os juros cheguem aos investidores, o emissor terá que contratar um *paying agent* ou agente pagador, normalmente uma instituição bancária, que estabeleça uma ponte entre o emissor e o CSD. Numa fase posterior, o *paying agent* paga a respetiva quantia ao CSD do mercado em questão em *bulk*. Seguidamente o CSD faz uma avaliação do *portfolio* dos agentes de custódia com quem trabalha e paga-lhes os valores correspondentes. O *custodian* realiza o mesmo exercício de avaliação do *portfolio* dos seus clientes, fazendo a distribuição que corresponde às posições mantidas em cada conta dos seus clientes.

Quando um emissor realiza o pagamento de um juro associado a um título financeiro, esse pagamento irá sempre corresponder a um montante relativo ao número de títulos que foram por si distribuídos, e que se encontram em circulação nos mercados financeiros. Se um investidor tiver 1 000 posições de um determinado título, aquando do pagamento do juro, irá receber o valor unitário anunciado pelo emissor multiplicado por 1 000.

A título de exemplo podemos assumir as seguintes opções, para um mercado em que os clientes mantiveram as suas posições do princípio ao fim da vida dos títulos e não realizaram qualquer tipo de negócios, desde o momento da compra das mesmas:

- a) *Pagamento de um juro ou dividendo a um investidor com uma posição firme, num só agente de custódia, assumindo um preço unitário de 0,01 EUR:*

Na figura 5, a distribuição entre o emissor e o investidor é bastante simples. Sendo que o emissor apenas está a pagar a um investidor, que detém todos os seus títulos através do mesmo agente de custódia, o pagamento é emitido em *bulk*, mantendo-se nesse formato até ao investidor final, neste caso o Investidor A. Este irá receber 10 EUR, relativos às suas 1 000 posições. Os fundos realizam o seu percurso regular através do agente pagador, passando ao CSD, de seguida ao agente de custódia e finalmente ao investidor.

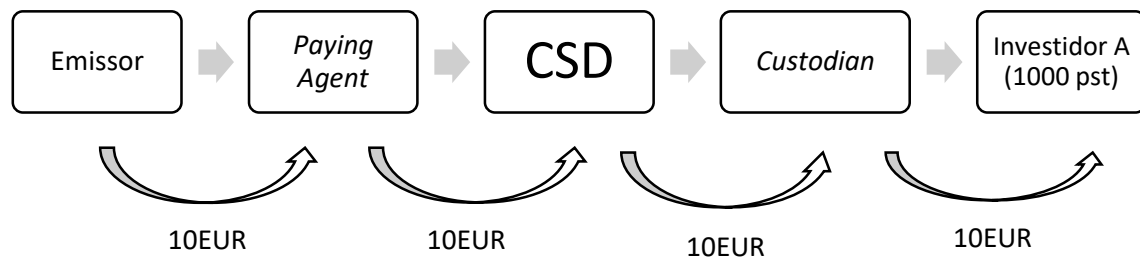


Figura 5 - *Income Flow* do emissor até ao investidor final que detém uma posição firme, apenas num agente de custódia.

- b) *Pagamento de um juro ou dividendo, a um grupo de investidores com posições firmes, que mantêm os seus títulos sobre a custódia de um só agente, assumindo que o preço unitário é 0,01 EUR:*

A figura 6 representa o *income flow* de um emissor até todos os seus investidores, se estes forem clientes do mesmo agente de custódia. Numa primeira fase, no pagamento de juros ou dividendos, o emissor paga o montante correspondente à quantidade de títulos financeiros em circulação ao seu agente pagador.

O *paying agent* realiza a transmissão dos fundos ao CSD do mercado em questão, sendo que o mesmo, posteriormente, realiza o pagamento ao agente de custódia a quem correspondem os títulos detidos no CSD. O *custodian* recebe o montante em *bulk*, ou seja, o valor correspondente ao número de títulos financeiros da totalidade dos seus clientes que mantêm em registo no CSD.



Numa última fase, o agente de custódia realiza a distribuição dos fundos, pagando aos seus clientes, o valor que lhes diz respeito. Por exemplo, o investidor B detém 1000 posições, logo deverá receber o valor que diz respeito às mesmas e não o montante global recebido pelo *custodian*.

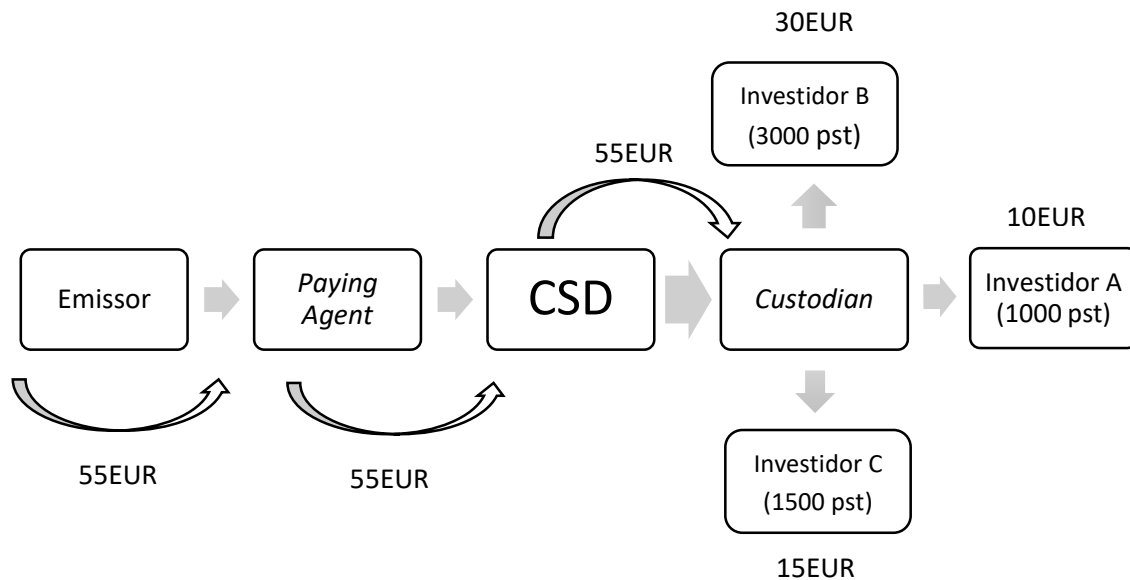


Figura 6 - Income Flow do emissor ao investidor através de um só agente de custódia, com vários investidores mantendo posições firmes sobre um determinado título.

- c) *Pagamento de um juro ou dividendo a um grupo de investidores com posições firmes, que mantêm os seus títulos sobre a custódia de diferentes agentes integrados no CSD do mercado do emissor, assumindo que o preço unitário é 0,01 EUR:*

Consoante a dimensão específica de um mercado, assim é a rede de intermediação. Um mercado financeiro que seja dotado de um maior volume de títulos financeiro e, por sua vez, de transações, irá possuir um maior número de agentes intermediários. Da mesma forma que poderá existir um único agente de custódia num determinado mercado financeiro, o inverso também pode suceder, fazendo com que existam vários agentes de custódia a atuar no mesmo mercado.

A figura 7 retrata a distribuição de rendimentos aos investidores, quando os mesmos são representados por diferentes agentes de custódia. O emissor irá sempre pagar o valor de juros ou dividendos relativos ao número de títulos financeiros que existem em circulação. Dessa forma, continuará a pagar diretamente ao CSD do mercado onde se insere em *bulk*. Por sua vez, algo que não se verificava na figura 5 e 6, o CSD terá também de realizar uma reconciliação das posições detidas por todos os agentes de custódia nos seus registos, realizando assim a distribuição dos fundos pelos diversos *custodians*, de acordo com os títulos que os mesmos possuem nos seus *portfolios*, ao nível do

CSD. Posteriormente, os agentes de custódia realizam o mesmo processo, verificado anteriormente na figura 6, e distribuem os benefícios aos seus clientes.

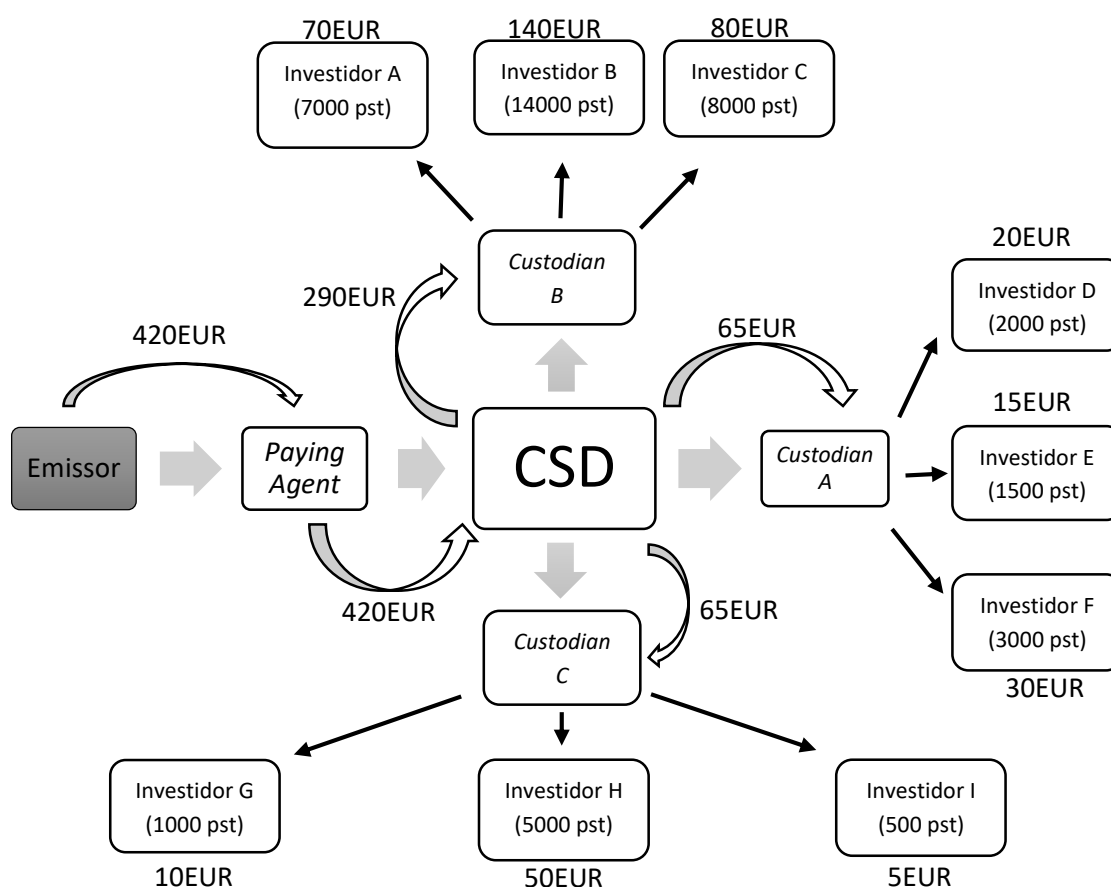


Figura 7 – Income flow quando os vários investidores estão distribuídos pelos mais distintos agentes de custódia, inseridos num determinado mercado.

Os mercados de títulos financeiros foram-se tornando cada vez mais complexos tanto a nível de características, como a nível de intermediação e interligação. Para além dos exemplos demonstrados nas figuras 5, 6 e 7, as interligações podem ser ainda mais complexas consoante a dimensão do mercado financeiro e a dimensão do emissor de um determinado título financeiro.

Uma empresa pode possuir mais do que um *paying agent*, adicionando assim mais um agente de intermediação ao processo. Um mercado pode possuir mais do que um CSD, como ocorre nos EUA, em que a *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) é o CSD para as *equities* e *bonds* privadas, enquanto que a *Federal Reserve* funciona como CSD para todas as *government bonds* (Bank for International Settlements, 2012).

As figuras 5, 6 e 7 representam o *income flow* de rendimentos que estão associados a posições firmes dos investidores, ou seja, posições que os mesmos compraram e sobre as quais não realizaram mais negociação. Normalmente, estas posições são denominadas de *firm positions*. Perante estas situações não existem *market claims* uma vez que não ocorrem negócios entre investidores. Assim, os mesmos são completamente elegíveis a receber os fundos correspondentes à dimensão das suas posições sobre um determinado título financeiro. Uma *market claim*, ou compensação, só ocorre quando existem negócios que se traduzem em movimentações e alteração das posições da carteira de títulos de um determinado investidor. As transações que incorrem em compensações são negócios que se executam, normalmente, próximo a uma data de distribuição de rendimentos.

É necessário também tecer algumas considerações sobre as regras de elegibilidade dos mercados financeiros. Associada a uma *trade* entre dois investidores existem sempre datas, decorrentes dos ciclos de *settlement*, como já foi referido anteriormente. De acordo com essas datas é definida a contraparte envolvida no negócio que será elegível para receber um pagamento de juros ou dividendos, associados às posições que foram negociadas. O que define essa elegibilidade são as regras específicas de cada mercado financeiro, ponto que será abordado no quinto capítulo do presente relatório de estágio.

No entanto, os agentes de custódia regem-se por uma data, conhecida como *Record Date*, de forma a definir quais são as posições a que os seus clientes estão destinados a receber rendimentos. A RD é a data utilizada maioritariamente por agentes envolvidos na intermediação dos mercados, como são exemplo: os CSDs, os *sub-custodians* (o tema será abordado mais profundamente no capítulo 3) e os *custodians*. Além disso, esta é definida como a data em que são determinadas as posições elegíveis a uma específica distribuição de rendimento (*SIX Securities Services, 2015*), isto é, na RD o CSD regista as posições elegíveis dos seus clientes associadas à distribuição de um juro ou dividendo, sem ter em conta as regras de mercado. Desta forma, o CSD irá sempre pagar aos seus clientes (agentes de custódia), consoante o número de títulos que visualiza nos seus *portfolios*, mesmo que as regras de mercado determinem que o seu cliente não é elegível a receber esses fundos. É nesse preciso momento que é originada uma *market claim* e, portanto, a necessidade de compensar um pagamento ou a falta dele. Isto ocorre uma vez que o mesmo tenha sido executado da forma incorreta, indo contra as regras regentes no mercado específico onde se realiza essa distribuição de benefícios.

Segundo a *Investopedia* (2016b), a RD é a data estabelecida pela entidade emissora, que tem como objetivo determinar que investidores são elegíveis para receber um juro ou dividendo, resultantes de uma distribuição de rendimentos. A existência da RD é indispensável, pois a mesma, apesar da constante negociação, define quem são os detentores dos títulos financeiros naquela data. Determina

não só quem possui títulos na sua carteira, mas também a quantidade que cada um dos investidores envolvidos possui. A conjugação do princípio da RD, das regras de mercado, e dos ciclos de *settlement*, podem determinar que um investidor, num certo mercado, receba fundos sem deter a elegibilidade para os receber, bem como não receba fundos, sendo elegível aos mesmos.

Por exemplo, nos EUA o ciclo de *settlement* que vigora é o de T+3 (*Clarksons Platou Securities AS*, 2016), ou seja, as transações são negociadas a um certo dia e a sua liquidação só ocorre passados 3 dias úteis. Verifica-se este procedimento se não houver atrasos no processo, o que por vezes pode ocorrer.

Considerando o exemplo de uma emissora que decide realizar uma distribuição de rendimentos no mercado norte-americano declarando como RD o dia 7 de outubro de 2016, isto irá fazer com que o CSD pague aos agentes de custódia, seus clientes, consoante os títulos que os mesmos possuam à data.

Se um investidor quiser realizar um negócio com outro investidor, no mercado norte-americano, para o título financeiro anunciado com a RD para dia 7 de outubro de 2016, ambas as partes irão estar sujeitas ao ciclo de *settlement* que vigora nesse mercado, ou seja, T+3. Se ambos os investidores decidirem realizar um negócio ao dia 5, por exemplo, a sua liquidação só irá ocorrer a dia 8.

Imaginemos que o investidor A deseja comprar títulos ao investidor B e a negociação ocorre no dia 5 de outubro. Somente no dia 8 de outubro é que o investidor A irá receber os títulos e o investidor B o dinheiro relativo ao negócio, ou seja, posteriormente à RD, fazendo com que o CSD veja os títulos financeiros presentes ainda na carteira de títulos do cliente B.

Através de um exemplo mais prático suponhamos ainda que o investidor A deseja comprar ao investidor B 1 000 posições sobre um título financeiro, sendo que ambos são representados por diferentes agentes de custódia. O CSD irá ter uma visão das posições dos investidores à RD, porém os balanços de carteira irão ser diferentes no dia 8 de outubro.

- a) *Posições dos investidores à RD, assumindo que o investidor A e o investidor B, possuíam na sua carteira de títulos, antes do momento da negociação, 3 000 posições e 4 000 posições, respetivamente:*

Apesar da negociação já ter sido iniciado antes da RD, o CSD ainda vê as posições do lado do investidor B, porque as mesmas ainda não foram liquidadas. A figura 8 representa o registo que o CSD irá ter sobre as carteiras de títulos dos investidores.

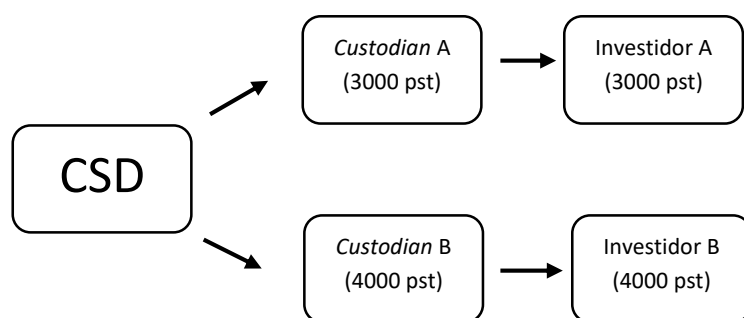


Figura 8 - Visualização do CSD à RD, das posições dos agentes de custódia, e por sua vez das posições dos investidores.

*b) Posições dos clientes ao dia da liquidação (dia 8 de outubro):*

No dia 8 de outubro, após a liquidação do negócio os títulos já estariam visíveis no *portfolio* do cliente que os comprou, bem como o dinheiro relativo ao negócio já estaria disponível na conta do investidor B. A figura 9 representa o posicionamento dos títulos financeiros transacionados após a liquidação do negócio.

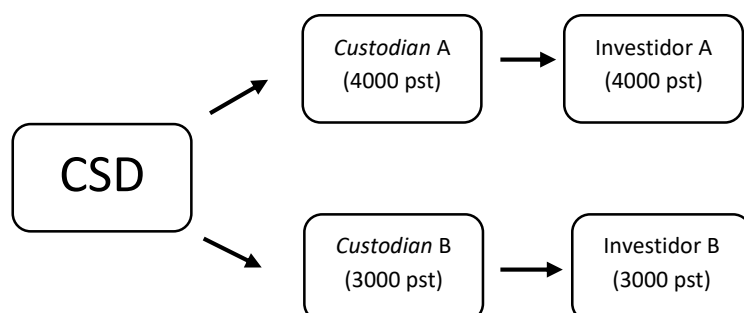


Figura 9 - Posicionamento dos títulos financeiros transacionados à data da liquidação.

Para além da determinação da RD, a entidade emissora de um determinado título financeiro, aquando do anúncio de um evento de distribuição de rendimentos, é responsável também por determinar a *Pay Date*, ou seja, a data do pagamento efetivo desse mesmo juro ou dividendo. Esta data ocorre por norma após a RD, ou mesmo no dia seguinte.

No negócio dado como exemplo nas figuras anteriores, na PD, o investidor A iria receber o valor correspondente às posições mantidas à RD, bem como iria acontecer ao investidor B. Porém, a distribuição de rendimentos relativa às 1 000 posições transacionadas através do negócio entre o cliente A e B podem ser propriedade do cliente A ou B, dependendo sempre das regras do mercado onde as mesmas são transacionadas. Apesar do cliente B ter recebido um montante equivalente às 4

000 posições detidas por si à RD, ele poderá não ser elegível para receber dividendos ou juros correspondentes a essas posições, sendo apenas elegível para receber um rendimento relativo às 3 000 posições que detém após o negócio ter-se liquidado. Por sua vez, o investidor A pode ser elegível para receber rendimentos associados às 4 000 posições, apesar de apenas deter 3 000 posições à RD.

As regras específicas de cada um dos mercados mais relevantes irão ser abordadas no capítulo 5 do presente relatório de estágio, a fim de realizar um enquadramento mais específico da relação entre as regras de mercado e a RD.

Se as regras de mercado determinarem que deveria ser o investidor A a receber os dividendos ou juros correspondentes aos títulos transacionados no negócio, ou seja, às 1 000 posições, ocorre uma *market claim*, decorrendo da necessidade de existir uma compensação. O investidor B foi pago pelas 1 000 posições transacionadas no negócio, enquanto que deveria ter sido o cliente A a receber esses fundos.

O serviço de *market claims* baseia-se na intermediação entre os agentes de custódia envolvidos nos mercados financeiros em representação dos seus clientes, para que haja compensação dos pagamentos associados à distribuição de rendimentos, sendo eles juros ou dividendos. Sendo um serviço de custódia, este pode requerer fundos a uma contraparte, se o seu cliente for elegível para receber fundos associados às posições transacionadas num determinado negócio, como pode também devolver fundos a contrapartes, caso os seus clientes tenham recebido fundos que não deveriam ter recebido.

---

### 3. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES COMO AGENTE DE CUSTÓDIA GLOBAL

#### 3.1. Enquadramento da Instituição

O presente relatório diz respeito ao período de estágio realizado no BP2S. Como tal, é imprescindível realizar um enquadramento da instituição, relativamente à sua posição na temática dos serviços de custódia de títulos financeiros, bem como a sua ligação entre os diversos agentes económicos neles envolvidos. Da mesma forma, importa citar que todos os processos relatados neste trabalho, bem como alguns enquadramentos técnicos, foram observados na instituição onde foi realizado o estágio.

Segundo o *Globalcustody.net* (2016a), o BP2S é um dos líderes mundiais na prestação de serviços de custódia de títulos financeiros. Sendo uma subsidiária do grupo *BNP Paribas*, o BP2S centra atividade no ramo da prestação de serviços de custódia e liquidação, tendo mais de novecentos clientes institucionais dispersos por todo o mundo. A instituição encontra-se representada globalmente, possuindo grande expressão nos mercados europeus, no mercado dos EUA e noutros mercados dispersos por todos os continentes. Em 2014 encontrava-se representada em 34 países, cobria mais de 100 mercados, geria mais de 8 134 fundos, e processou mais de 62 milhões de transações (BNP Paribas Securities Services, 2015). O principal objetivo é ser o melhor e mais sustentável fornecedor de serviços de custódia de títulos financeiros na Europa, prestando serviços a instituições financeiras de qualquer parte do mundo.

#### 3.2. Serviços prestados pelo BP2S

Segundo a informação financeira de 2014 (BNP Paribas Securities Services, 2015), a instituição considera-se como um *custodian* com a capacidade de prestar serviços a todos os agentes envolvidos na rede de interligações associadas aos IIC. Os serviços prestados pelo BP2S dividem-se em quatro grandes áreas: GFS (*Global Funds Services*), CSC (*Clearing, Settlement and Custody*), GLS (*Global liquidity services*) e GCT (*Global Corporate Trust*) (*Globalcustody.net*, 2016a).

a) *GFS*:

Compreendem a prestação de serviços operacionais focados, entre outros, em áreas como: administração de *hedge funds*, administração de *private equity*, gestão de fundos e de garantias, operações sobre derivativos, administração de fundos imobiliários. O objetivo é oferecer soluções de risco e diversidade de investimento.

b) *CSC*:

Os serviços de liquidação e custódia de títulos financeiros já foram abordados no presente trabalho e constam do leque de serviços prestados pelo BP2S aos seus clientes. O BP2S possibilita aos seus clientes o processamento de transações através do acesso a diversos mercados locais.

c) *GLS*:

Os serviços globais de liquidez baseiam-se na prestação de soluções e serviços automatizados, de forma a maximizar o retorno do *portfolio* dos clientes. Através de soluções sob empréstimos de títulos financeiros, financiamento, entre outros, o BP2S fornece aos seus clientes o acesso a títulos financeiros e capital (na qualidade de relação credor-mutuário), possibilitando assim que o mesmo realize transações financeiros com uma maior margem de manobra.

d) *GCT*:

A prestação de serviços de *Global Corporate Trust* procura unir num ponto comum, os emissores de títulos financeiros e os prestadores de serviços relacionados com os mesmos. Compreende serviços como organização de reuniões de acionistas e serviços de consultoria para emissores.

Independentemente de todos os serviços prestados pelo BP2S, o setor que revela maior importância para o presente trabalho é a área de *CSC (Clearing, Settlement and Custody)*, onde está incluída a distribuição de rendimentos provenientes da propriedade de títulos financeiros e, por sua vez, o segmento de *market claims*. Apesar de todas as áreas anteriormente referidas possuírem a sua importância para o mercado da custódia de títulos financeiros, é na área específica de *CSC* que se foca a abordagem técnica e teórica do presente trabalho.

### 3.3. Custódia Local e Custódia Global

De modo a realizar um enquadramento adequado dos agentes de custódia, nomeadamente do BP2S, é necessário apresentar uma definição do que é a custódia local e a custódia global e, também, explicar



como se determina se um *custodian* é local ou global. Segundo Chan et al. (2007), em cada mercado existem agentes domésticos que prestam serviços de custódia de títulos financeiros. Estes agentes oferecem aos seus clientes serviços de custódia para o mercado onde se inserem. Quando um agente de custódia possui a capacidade de prestar serviços de custódia de títulos financeiros em diversos mercados, através de um ponto de acesso comum, é denominado *global custodian* ou agente de custódia global.

Um agente de custódia global é uma instituição financeira que pode fornecer, a nível global, serviços de negociação, *settlement* e manutenção de títulos financeiros. Fá-lo através da presença direta nos CSDs locais, ou através de agentes de subcustódia que, por sua vez, estão diretamente representados nos CSDs locais (McGill e Patel, 2008). No caso de presença indireta, o agente de custódia global irá direcionar as ordens dos seus clientes para o *sub-custodian* apropriado, dependendo do mercado em questão, e a transação irá realizar-se ao nível do CSD responsável pelo mercado ao qual corresponde o título financeiro transacionado. Estes agentes de subcustódia podem ser: filiações locais da instituição de custódia global, delegações locais ou instituições independentes do agente de custódia local.

Existem três categorias de *custodians*, que são definidas consoante a cobertura que possuem sobre os mercados: *single-market custodians*, *multi-direct custodians* e *global custodians* (Chan et al., 2007).

a) *Single-market custodians*:

A decisão estratégica que alguns agentes de custódia tomam sobre a sua especialização num mercado doméstico, bem como o seu enquadramento legal, exercendo apenas atividade nesse mesmo mercado, torna-os agentes de custódia local e podem ser normalmente identificados como: *local custodians*, *agent banks* ou *sub-custodians*.

b) *Multi-direct custodians*:

O grupo de agentes de custódia que servem diversos mercados de custódia local são definidos como agentes de custódia multidiretos, pois especializam a sua atividade em diversos mercados domésticos, fazendo concorrência aos agentes de custódia local. Funcionam como agentes de custódia local mas, ao invés de operarem em apenas um mercado, desempenham a sua atividade como agentes de custódia em mais que um mercado. No entanto, não possuem a abrangência geográfica necessária para que sejam considerados globais.

c) *Global custodians*:

O grupo de *custodians* que fornece custódia de títulos financeiros a nível global caracteriza-se por fornecer acesso a vários mercados financeiros através do mesmo ponto de acesso. Chegam a cobrir

mais de 100 mercados, como é exemplo o BP2S. Os *global custodians* encontram-se em alguns mercados ligados diretamente aos CSDs, enquanto que noutros mercados usam intermediários como forma de acesso. O serviço de custódia global é, em grande parte, procurado por investidores institucionais, uma vez que os mesmos possuem uma grande diversidade de títulos financeiros.

A *International Securities Services Association* (1992) definiu um agente de custódia global como um agente com a capacidade para fornecer aos seus clientes serviços de custódia em variadas moedas, liquidação e relatórios que abrangessem mais do que um mercado doméstico. Possui, entre outros, os seguintes serviços:

- a) guarda de títulos financeiros,
- b) manutenção de contas de custódia sobre títulos em diversas moedas,
- c) coleta de rendimentos sobre a forma de juros ou dividendos,
- d) relato de todas as transações completas dentro do *potfolio* dos clientes, bem como entrega periódica de registos de balanços das suas contas de títulos aos mesmos,
- e) assistência em compensações sobre impostos,
- f) relatórios especializados sobre a evolução de várias moedas,
- g) empréstimo de títulos financeiros.

O BP2S é um agente de custódia global, uma vez que presta serviços aos seus clientes em mais do que um mercado e mais do que uma moeda. Como qualquer *global custodian*, o BP2S possui a sua rede de intermediários e ligações pelas quais se faz representar, quando não se encontra diretamente representado no CSD doméstico de um determinado país. Estas ligações ocorrem através de filiais locais ou agentes de subcustódia.

O quadro 1 lista diversos agentes de custódia global localizados um pouco por todo o mundo. O país onde este serviço tem maior expressão é nos EUA. Esta tendência verifica-se pela dimensão do seu mercado, e da expressividade e especialização na área da custódia de títulos financeiros.

### Principais Agentes de Custódia Global

- *Atree Custody Services Ltd.* (**Bermudas**)
- *Bank Julius Baer & Co. Ltd.* (**Suiça**)
- *Bank of Palestine* (**Palestina**)
- *BBVA Bancomer* (**México**)
- *BNP Paribas Securities Services* (**France**)
- *BNY Mellon* (**EUA**)
- *Brown Brothers Harriman* (**EUA**)
- *CIMB Group* (**Malásia**)
- *Citi* (**EUA**)
- *Cortland Capital Market Services Llc.* (**EUA**)
- *Edelweiss Custodial Services Limited* (**Índia**)
- *Golomt Bank* (**Mongólia**)
- *HSBC* (**Reino Unido**)
- *J.P. Morgan Worldwide Securities Services* (**EUA**)
- *Maybank* (**Malásia**)
- *Nomura Research Insitute* (**Japão**)
- *Northern Trust* (**EUA**)
- *ORBIS Financial Corporation Ltd.* (**Índia**)
- *Picket & CIE* (**Suiça**)
- *Santander* (**Espanha**)
- *Societe Generale Securities Services* (**França**)
- *Standard Chartered Banck* (**Reino Unido**)
- *State Street Corporation* (**EUA**)
- *SuMI Trust Global Asset Services* (**Reino Unido**)
- *MUFG Union Bank, N.A.* (**EUA**)

Quadro 1 - Lista de principais agentes de custódia global e seus respectivos países de origem. Fonte: Global Custodian (2016a)

Observando os quadros 2 e 3 verifica-se que para além de existirem vários agentes de custódia global, existem também vários agentes de custódia local nos mercados domésticos de países específicos,

como é o caso do mercado de títulos financeiros português e dos EUA. É interessante observar que em mercados onde existe maior volume de transações, os agentes de custódia global exercem também custódia local.

#### **Principais Agentes de Custódia Local em Portugal**

- Novo Banco SA
- Banco Santander Totta
- BNP Paribas Securities Services
- Citigroup
- Deutsche Bank
- Millenium BCP

Quadro 2 - Principais agentes de custódia local em Portugal. Fonte: Global Custodian (2016b)

#### **Principais Agentes de Custódia Local nos EUA**

- BNP Paribas Securities Services
- BNY Mellon
- Brown Brothers Harriman
- Citi
- J.P. Morgan
- MJE Advisors

Quadro 3 - Principais agentes de custódia local nos EUA. Fonte: Global Custodian (2016b)

Porém, quando se observa outro tipo de mercados com menor volume de transações, entende-se que os agentes de custódia global já não possuem filiais nesses países. Desta forma, já não se fazem representar de forma direta nos CSDs domésticos desses mercados. Usando o exemplo do mercado finlandês: se um agente de custódia global pretender prestar aos seus clientes a custódia de títulos financeiros afetos ao mercado doméstico, terá de utilizar um dos agentes de custódia local, referidos

no quadro 4, como agente de subcustódia. O agente de custódia global mantém os títulos dos seus clientes num agente intermediário - que por sua vez terá o registo desses títulos no CSD do mercado finlandês.

<b>Principais Agentes de Custódia Local na Finlândia</b>
- Danske Bank
- Handelsbanken Custody Services
- Nordea Bank
- Pohjola Bank
- SEB

Quadro 4 - Principais agentes de custódia local na Finlândia. Fonte: Global Custodian (2016b)

O mesmo acontece noutros mercados em que, devido ao seu reduzido leque de diversidade de instrumentos financeiros e menor volume de transações, apenas possuem agentes de custódia local associados aos seus CSDs. A título de exemplo: na Costa Rica, segundo a *Global Custodian* (2016b), o principal agente de custódia é o *Banco BCT*. Deste modo, se o BP2S ou outro agente de custódia global pretendessem prestar aos seus clientes serviços de custódia sobre títulos da Costa Rica, teriam de utilizar como agente de subcustódia o *Banco BCT*.

Apesar de se observar uma tendência de menor presença dos agentes de custódia global em mercados com menor expressão, também pode acontecer em mercados onde existe pouca especialização na área da banca e dos mercados financeiros os grandes agentes de custódia de títulos financeiros aproveitarem essas características para instaurarem filiais especializadas nesses mesmo mercados, a fim de oferecerem aos seus clientes um fator de diversidade. Isto acontece por exemplo no mercado de títulos financeiros do Brasil, em que apesar de ser uma economia emergente, possui agentes de custódia local que são na sua génese filiais de agentes de custódia global, como é exemplo: a HSBC, o BP2S e a *J.P. Morgan* (*Global Custodian*, 2016b).

Independentemente da estratégia que cada agente de custódia global adota (e devido à complexa rede de interligações entre agentes de custódia) é possível que um agente de custódia global utilize como *sub-custodian* outro *global custodian*, de forma a exercer atividade de custódia num determinado país. Para que um agente de custódia possa exercer serviços de custódia de títulos

financeiros como agente local num determinado mercado, necessita de possuir uma conta no CSD desse país, bem como no respetivo banco central. Como alguns *custodians* não pretendem possuir este tipo de vínculos em determinados mercados, optam por contratar *sub-custodians* como seus intermediários.

O BP2S é um exemplo de agente de custódia global por vários motivos. Em primeiro lugar, presta aos seus clientes a mesma gama e variedade de serviços que são prestados por agentes de custódia global. Em segundo lugar, o BP2S estende a sua atividade a mais de 100 mercados - sendo que se encontra representado diretamente nos CSDs domésticos, utiliza filiais locais suas, estando essas ligadas diretamente aos CSDs, ou utiliza *sub-custodians* funcionando como intermediários em determinados países, onde o BP2S não tenha presença, nem de forma direta, nem através de filiais.

### **3.4. Competitividade Internacional**

O mercado da custódia de títulos financeiros tem evoluído muito ao longo dos tempos. Com o progresso tecnológico, as margens de lucro das quais seriam alvo os agentes de custódia, tanto local como global, viriam a ser reduzidas. A redução do espaço de atuação dos agentes de custódia, levou a que os mesmos tivessem que redirecionar os seus investimentos de forma a garantir que essas margens, apesar de reduzidas, fossem eficazmente rentabilizadas.

Segundo Munjal (2013), a contínua globalização e consolidação das instituições financeiras estão a fazer com que os agentes de custódia orientem grande parte dos seus orçamentos, a fim de cobrirem maiores despesas com tecnologia. Para além de todos os aspetos referidos, também a complexidade crescente dos mercados financeiros possuiu um papel fulcral na redução dos lucros.

A aversão ao risco (por parte dos investidores) fez com que cada vez existisse maior necessidade de criar diferentes instrumentos financeiros, com o fim de diversificar e procurar minimizar o risco, criando diferentes soluções de investimento adaptadas às necessidades específicas de cada investidor. O crescimento do volume de transações de títulos financeiros, o aumento da complexidade dos mercados financeiros, o progresso tecnológico e o aumento da eficiência, resultaram num processo quase aniquilador para os agentes de custódia com menor poder económico. Todos os fatores referidos levaram a que apenas grandes instituições financeiras, com sólidas estruturas e forte implementação nos mercados financeiros, fossem capazes de criar economias de escala, de modo a conseguirem gerar lucro, mesmo com margens cada vez mais reduzidas.

Os agentes de custódia que não possuem a capacidade de criar economias de escala, não terão a capacidade necessária para serem competitivos e acabarão por não resistir. Como tal, tem-se verificado a fusão e a aquisição por diferentes entidades de custódia de títulos financeiros.

O *Bank of New York Corporation* fundiu-se com a *Mellon Financial Corporation*, em dezembro de 2006. A então nova entidade institucional, que passaria a denominar-se *Bank of New York Mellon Corporation*, passou a ser o maior prestador de serviços sobre títulos financeiros em todo o mundo (*CBS News*, 2006). Como se pode observar no quadro 5, em 2010, o *BNY Mellon Corporation* era de longe o agente de custódia global que possuía o maior volume de títulos financeiros sob custódia, com uma significativa diferença do segundo classificado. Equiparadas a estas fusões, ocorreram várias outras no mesmo sentido. Alguns agentes de custódia procuraram fundir-se com outros agentes de características semelhantes, de forma a prestar aos seus clientes um serviço mais competitivo a nível de custos, e também de forma a criar margens sustentáveis de lucros.

Lugar	Custodian	AUD's em Milhões de USD
1º	<i>The Bank of New York Mellon Corporation (EUA)</i>	24,266,267
2º	<i>Euroclear (Bélgica)</i>	19,407,827
3º	<i>J.P. Morgan (EUA)</i>	16,032,933
4º	<i>State Street Corporation (EUA)</i>	15,794,657
5º	<i>Citi (EUA)</i>	12,600,000
6º	<b><i>BNP Paribas Securities Services (França)</i></b>	<b>6,205,000</b>
7º	<i>HSBC Securities Services (Reino Unido)</i>	5,600,000
8º	<i>MUFJ Financial Group (Japão)</i>	4,955,728
9º	<i>Société Générale Securities Services (França)</i>	4,444,000
10º	<i>Northern Trust Corporation (EUA)</i>	4,100,000

Quadro 5 - Ranking top 10 de custodians por títulos financeiros detidos em custódia, a dezembro de 2010. Fonte: *The Asian Banker* (2010).

Apesar do ambiente fortemente competitivo, o BP2S sempre conseguiu manter a capacidade de adaptação às mudanças observadas no mercado de custódia de títulos financeiros a nível global. Em 2010, segundo o quadro 5, dados da *Asian Banker* confirmavam que o BP2S tinha uma posição de destaque a nível internacional, ocupando o sexto lugar no ranking dos agentes de custódia (segundo o volume de títulos sob sua custódia). Apesar dos resultados verificados em 2010, a instituição ocupa, segundo dados de 2014, o quinto lugar a nível mundial e o primeiro lugar a nível europeu (BNP Paribas Securities Services, 2015). Desta forma, o BP2S conseguiu subsistir à evolução do mercado de custódia de títulos financeiros, adquirindo uma posição prestigiada num mercado extremamente global e competitivo.



---

## 4. CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY COMO INFRAESTRUTURAS DOS MERCADOS FINANCEIROS

Os CSDs são de extrema importância para o funcionamento dos mercados financeiros. Segundo Braeckvelt (2006), os CSDs podem ser definidos como um sistema que facilita a negociação, a proteção de títulos financeiros e que tem ao mesmo tempo a capacidade de garantir a reconciliação das contas dos seus participantes. Também a *Globalcustody.net* (2016b), define um CSD como uma instituição cujo objetivo é o registo eletrónico da transação de títulos financeiros entre diversos proprietários. Um CSD gere uma plataforma de liquidação de títulos financeiros própria (*settlement system*).

O surgimento dos CSDs como agentes integrantes do mercado de custódia de títulos financeiros deu-se no âmbito de todas as dinâmicas e evoluções que ocorreram ao longo dos anos, tanto em termos de desenvolvimento tecnológico como no aumento significativo do fluxo internacional de capitais. Os CSDs foram criados à semelhança de infraestruturas públicas, necessárias para a organização fundamental dos mercados financeiros, uma vez que contêm o registo da totalidade dos títulos financeiro emitidos num determinado país. Funcionam como depositário central de todos os títulos financeiros. Os maiores potenciadores da criação de CSDs foram as tendências de desmaterialização e de imobilização. Por um lado, a desmaterialização dos títulos financeiros fez com que os títulos deixassem de ser transacionados na sua forma física e passassem a existir num formato eletrónico, tornando imprescindível a existência de um local (físico ou não), onde pudessem ser guardados os registos de todos títulos financeiros de um determinado mercado, levando assim à necessidade de imobilização de todos os títulos financeiros de um país num local comum.

Todos os fatores acima referidos (progresso tecnológico, aumento do volume de transações financeiras, desmaterialização dos títulos financeiros ou a sua imobilização), tiveram influência na necessidade de criação de estruturas capazes de corresponder a estes novos desafios. Segundo Chan et al. (2007), a criação das *kassenverein* (finais do séc. XIX) foi o primeiro passo na criação das instituições centrais que hoje são conhecidas como CSDs. Contudo, as instituições que foram originalmente fundadas na Alemanha tinham como principal objetivo a guarda de títulos financeiros, através da sua imobilização num determinado local, deixando de parte o aspeto da desmaterialização. Os títulos eram mantidos no seu formato físico, porque o desenvolvimento tecnológico que se observava à data ainda não permitia criar um registo eletrónico capaz de suportar a completa desmaterialização dos títulos.

Após alguns anos, começaram a formar-se os primeiros CSDs na Europa e no resto do mundo, principalmente nos EUA. O primeiro CSD francês, que tinha o nome de *Caisse Centrale de Dépôts et de Virements des Titres* (CCDVT), foi estabelecido em 1942. No resto da Europa, os CSDs foram-se formando ao longo da década de 60. A criação do CREST (primeiro CSD do Reino Unido) apenas aconteceu em 1996. Com a sua criação, deu-se por terminado todo o longo processo de imobilização de títulos financeiros na União Europeia (Chan et al., 2007).

Nos EUA, a necessidade de criação de um serviço central de custódia de títulos financeiros, apesar de motivada também por todos os fatores já referidos, foi potenciada pela “crise de papel” (grande intensidade de transações sobre títulos em formato de papel) que se sentia no mercado de títulos financeiros, também na década de 60. A DTCC, em 1973, surge em resposta a essa crise. Suportada por legislação norte-americana para o efeito, a instituição veio gerar um incentivo para que as instituições de carácter financeiro utilizassem serviços de centralização dos seus títulos financeiros, de forma a potenciar um sistema de mercado unificado sobre os mesmos padrões (Chan et al., 2007).

Com o passar dos anos e também na sequência de recomendações de importantes agentes na área dos mercados financeiros, como é o caso do *Group of 30*, do BIS e do Banco Central Europeu, a definição e a importância da implementação de um sistema central de custódia de títulos financeiros expandiram-se a todo o mundo, observando-se hoje que todos os mercados financeiros possuem uma infraestrutura de custódia central de títulos financeiros.

Apesar da tendência global de uniformização das normas e dos processos no que diz respeito à imobilização e desmaterialização de títulos financeiros, ainda existem mercados onde é possível a detenção dos títulos financeiros em formato físico. Pode-se fazer um paralelo entre a desmaterialização e a imobilização quando verificamos que, no caso europeu, o primeiro CSD formado com intuito de imobilização foi criado em França no ano de 1942 e apenas em 1981 surgiu, na Europa, a primeira intenção de desmaterialização por completo dos títulos financeiros, por parte da Dinamarca.

O desenvolvimento dos CSDs poderia fazer com que os investidores deixassem de parte a necessidade de utilizarem agentes de custódia de títulos financeiros como intermediários. Porém, os autores Chan et al. (2007) defendem que o mesmo não acontece devido a três fatores essenciais: falta de elegibilidade, uma solução de intermediação e a especialização.

*a) Falta de elegibilidade:*

Os CSDs são bastante exigentes no que toca à aceitação dos seus participantes, sendo mais favoráveis a agentes económicos que sejam financeiramente regulados, que possuam uma forte capacidade para

investimento em tecnologia e excelentes potenciais no que toca a serviços operacionais. Pelo facto de alguns agentes envolvidos nos mercados financeiros não possuírem estas características, não conseguem estabelecer uma ligação direta aos CSDs, fazendo com que procurem outras soluções através de agentes de custódia, que funcionem como seus intermediários.

*b) Solução de intermediação:*

Mesmo quando os agentes e os investidores envolvidos nos mercados financeiros possuem as características para serem aceites pelos CSDs, os mesmos optam muitas vezes por contratar serviços aos agentes de custódia de títulos financeiros devido às economias de escala que os mesmos possibilitam, e que se traduzem em custos mais reduzidos.

*c) Especialização:*

As instituições de custódia de títulos financeiros possuem um grande conhecimento sobre o funcionamento dos mercados financeiros. A sua especialização avançada representa um fator de eficiência bastante significativo.

#### **4.1. Funções e Serviços de um CSD**

Para além da importância do processo de fundação dos CSDs, é relevante referenciar as suas principais funções, enquanto agentes integrantes dos mercados de títulos financeiros, bem como todos os serviços que por si são prestados aos seus clientes, neste caso *custodians*. Qualquer agente de custódia de títulos financeiros teria todas as condições para ser um agente de custódia de títulos financeiros a nível central. Mas se já existem agentes devidamente capacitados nos mercados para exercerem essas funções, porque haveria de criar-se uma instituição central, independente e diferente de todas as existentes? O objetivo seria o de evitar o favorecimento de um agente de custódia específico, pois se a custódia de todos os títulos financeiros de um determinado mercado fosse afeta apenas a um agente, estar-se-ia a beneficiar uma parte em detrimento de outras. Desta forma, os CSDs surgiram com o intuito de prestar serviços a todos os participantes de um determinado mercado.

A criação dos CSDs deveu-se, na maioria dos mercados financeiros, à iniciativa de instituições de âmbito público, como por exemplo os bancos centrais (Chan et al., 2007). No entanto, em alguns mercados, os CSDs foram criados através de investimentos dos agentes de custódia posicionados nesse mercado. Os próprios agentes de custódia teriam a noção que seria essencial a criação de um sistema

de custódia de títulos, a nível central, de forma a promover uma maior eficiência do mercado, diminuindo o risco de transação física dos títulos financeiros.

A figura 10 mostra a distribuição dos tipos de acionistas que fazem parte dos CSDs e revela muito acerca da sua criação e dos interessados no seu desenvolvimento. Fazendo uma comparação entre os principais *shareholders* dos agentes de custódia central, conclui-se que na génese dos CSDs europeus têm maior incidência as plataformas de negociação (*stock exchanges*), enquanto que nos CSDs não europeus são os próprios agentes de custódia, considerados participantes desses mesmo CSDs, que detêm a parte mais expressiva do capital. Isto traduz o notável interesse que os agentes de custódia de títulos (locais ou globais) possuem sobre a formação de uma central de títulos eficaz. Em última instância, serão beneficiados esses *custodians*, através de serviços mais eficazes e eficientes.

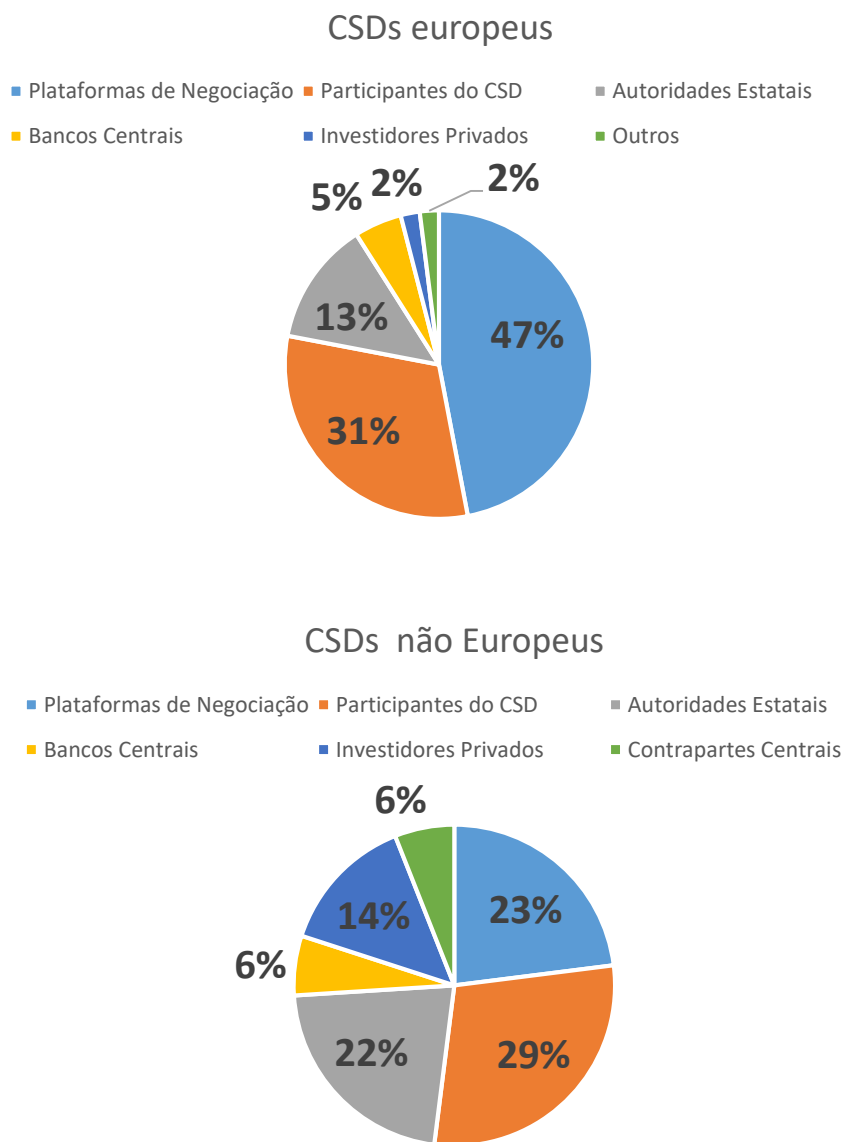


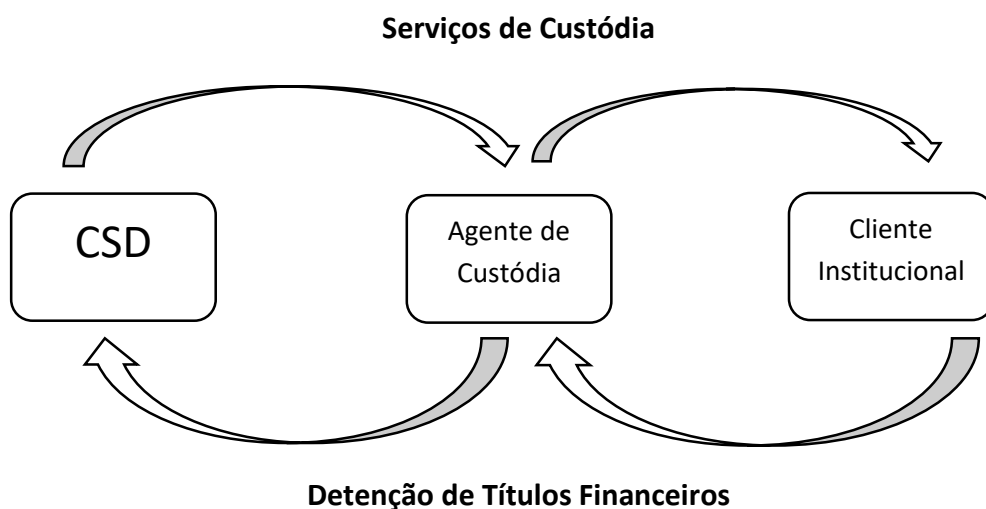
Figura 10 - Distribuição de tipos de acionistas dentro dos CSDs, sendo eles europeus ou não europeus. Fonte: European Central Securities Depositories Association (2015)

Segundo o Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia (2014), os agentes de custódia central prestam os seguintes serviços: aceitação de instrumentos financeiros para negociação, serviços nacionais de enumeração de títulos financeiros e identificadores de entidades legais. Contudo, o papel dos CSDs nos mercados financeiros é muito mais lato e extenso. Russo et al. (2004) defendem que os CSDs possuem um maior número de serviços, como a manutenção de contas de títulos, a prestação de serviços de registo, de negociação, o registo dos emissores de títulos financeiros, a emissão de obrigações públicas e outros instrumentos financeiros, a administração de ações corporativas, a distribuição de rendimentos e serviços de impostos ou o empréstimo de títulos.

Analisando os serviços prestados pelos agentes centrais de custódia podem estabelecer-se alguns paralelos com os serviços prestados pelos agentes de custódia, locais e globais. De facto, alguns dos CSDs prestam serviços equiparados aos dos restantes agentes de custódia posicionados num determinado mercado. Isto acontece porque os CSDs são a centralização de alguns serviços associados à custódia de títulos financeiros e, como tal, é natural que forneçam alguns serviços de custódia. Apesar de um agente de custódia possuir autonomia para prestar serviços de custódia de títulos financeiros aos seus clientes institucionais, o mesmo precisa de manter o registo de todos esses títulos financeiros a nível central no CSD. Desta forma, qualquer agente de custódia que atue, quer a nível global quer a nível local, precisa de manter uma relação com os CSDs dos mercados em que trabalha.

De acordo com o exemplo da distribuição de rendimentos apresentado no capítulo 3, os agentes de custódia local mantêm as suas contas de títulos financeiros registadas no CSD, onde estão refletidas as posições detidas pelos seus clientes. Desta forma, da mesma maneira que agentes de custódia local fornecem serviços de custódia de títulos financeiros aos seus clientes institucionais, os CSDs fornecem serviços de custódia aos agentes de custódia local.

O esquema apresentado na figura 11 ilustra o referido nos pontos anteriores, em que se denota a forte importância da interligação entre os CSDs e os agentes de custódia local, bem como a sua relação hierárquica no que respeita à prestação de serviços de custódia de títulos financeiros. Observa-se também a relação que mantêm entre si na detenção e salvaguarda de títulos.



*Figura 11- Esquema organizacional de comparação entre a prestação de serviços de custódia de títulos financeiros e a detenção dos mesmos, do CSD ao Investidor.*

## 4.2. CSDs domésticos e CSDs internacionais

A definição dos CSDs como domésticos ou internacionais depende da forma como os mesmos se enquadram nos mercados financeiros de cada país e quais os títulos financeiros que têm sob sua custódia. Segundo as definições de Braeckvelt (2006), a comparação dos CSDs domésticos e internacionais possui as seguintes características:

*a) CSD doméstico:*

Entidade física ou sistema de negociação e de salvaguarda de títulos financeiros, que assegura a reconciliação das contas dos seus participantes. Entidade onde os títulos financeiros podem ser salvaguardados de forma imobilizada (em formato físico), ou em formato desmaterializado. Garante a negociação de títulos financeiros através de registo eletrónico.

*b) CSD internacional:*

Agente depositário central, que liquida negócios em títulos financeiros internacionais e domésticos, usualmente através da criação de ligações aos CSDs domésticos de um determinado mercado.

Analisando estas definições, conclui-se que a definição de um CSD como doméstico ou internacional depende da origem dos títulos financeiros sob quais o mesmo garante a salvaguarda e processa a liquidação de negociações. Um CSD doméstico, como o próprio nome indica, garante a salvaguarda dos títulos financeiros emitidos no próprio mercado. Por exemplo, a central de títulos financeiros portuguesa é a Interbolsa e abrange os títulos financeiros emitidos em Portugal. No entanto, um emissor nacional pode emitir títulos a nível internacional através do acesso aos CSDs internacionais. Tradicionalmente cada país possui o seu próprio CSD. Apesar da existência de CSDs domésticos, a evolução da Europa e das suas dinâmicas de políticas comuns, originou um diferente tipo de CSD, que assumiu a denominação de *International Central Securities Depositories*.

A formação destes agentes de custódia central deve-se, em grande parte, à introdução das *eurobonds* nos mercados financeiros internacionais<sup>1</sup>. O mercado das *eurobonds* surgiu como um mercado *offshore*, que não estava sujeito a nenhuma regulamentação específica, com o objetivo de explorar as ineficiências dos mercados domésticos individuais. A introdução, em 1963, da *Interest Equalisation Tax* nos EUA, tendo como principal consequência o aumento do custo de angariação de fundos no mercado norte-americano para os emissores estrangeiros, resultou como um sinal potenciador da criação dos

---

<sup>1</sup> Antes do aparecimento do euro alguns mercados, que agora consideramos internacionais, eram denominados euromercados. Um euromercado é, conforme o nome indica, um mercado onde os governos, as instituições financeiras e as empresas emitem títulos financeiros numa moeda diferente daquela que circula no seu país.

títulos financeiros em mercados *offshore* (então denominados euromercados), como uma alternativa à procura de financiamento (Krijgsman, 1994). Dado que estes títulos não estão atribuídos a nenhum país, nem regulamentados por nenhum estado, são definidos muitas vezes como instrumentos desnacionalizados.

Segundo Chan et al. (2007), um *eurobond* é um título financeiro de dívida, que:

- a) é subscrito e emitido por um grupo de agentes internacionais, cujos participantes são sediados em diferentes Estados e cuja moeda difere da que circula no país onde é emitido,
- b) oferecem a emissão numa escala significativa a investidores localizados em mais de um país, normalmente em países diferentes daquele que é o de origem do seu emissor.

O aumento da internacionalização dos mercados financeiros europeus tornou cada vez maior a necessidade de criação de agentes de custódia central a nível internacional, com capacidade de abranger este tipo de títulos financeiros, uma vez que os mesmos não possuíam enquadramento geográfico. Para tal foram formados dois ICSDs: a *Euroclear*, em 1968, e a *Clearstream*, em 1970. Os *eurobonds* são depositados em ambos os ICSDs e são distribuídos dos emissores aos seus investidores, consoante a sua participação, quer na *Clearstream*, quer na *Euroclear*, fazendo com que o mercado de *eurobonds* seja o único mercado da Europa onde existe mais do que um agente de custódia central para o mesmo título financeiro. A criação das *eurobonds* foi o ponto de partida para o aumento da expressão dos mercados financeiros europeus nos mercados financeiros internacionais. Porém, com a introdução do euro e com a internacionalização dos mercados financeiros, a distinção entre *eurobonds* (depositadas em ICSDs) e os títulos domésticos (depositados em CSDs) desvaneceu, fazendo com que, hoje em dia, seja bastante difícil distingui-los. Deste modo, a escolha da afetação de um instrumento financeiro, a um ICSD ou a um CSD, depende da intenção do seu posicionamento (podendo ser nacional ou internacional) (Chan et al., 2007).

Com o desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais e domésticos, a denominação CSD passou a ter uma presença transversal em praticamente todos os mercados internacionais ou domésticos. O papel dos agentes de custódia central, apoiado pelas recomendações de vários organismos internacionais, estatais ou independentes, teve como consequência a percepção de que, de forma a sustentar um mercado financeiro eficaz e eficiente, seria imprescindível a existência de estruturas que suportem todo o sistema financeiro – como os CSDs.

É importante referir quais os CSDs que existem em cada mercado, bem como nos mercados internacionais, destacando aqueles que têm maior expressão.



a) ICSDs:

*Euroclear* (Bélgica) e *Clearstream* (Luxemburgo).

b) CSDs:

1. *Europa:*

*Interbolsa* (Portugal), *Iberclear* (Espanha), *Euroclear France* (França), *Monte Titoli* (Itália), *SIX SIS LTD* (Suiça), *Euroclear UK & Ireland* (Reino Unido e Irlanda), *Euroclear Belgium* (Bélgica), *Clearstream Banking AG* (Alemanha), *Euroclear Netherlands* (Holanda), *VP Securities* (Dinamarca) (ECSDA, 2016).

2. *América:*

*Caja de Valores* (Argentina), *Balcão Organizado de Ativos e Derivativos* (Brazil), *The Canadian Depository for Securities Limited* (Canadá), *The Depository Trust & Clearing Corporation* (Estados Unidos da América) (ACSDA, 2016).

3. *Ásia-Pacífico:*

*Australian Securities Exchange* (Austrália), *China Securities Depository and Clearing Corporation Limited* (China), *Central Depository Services* (Índia), *Japan Securities Clearing Corporation* (Japan) (ACG, 2016).

4. *Euro-Ásia:*

*National Settlement Depository* (Rússia), *Settlement Center* (Ucrânia), *Merkezi Kayit Kurulusu A.S.* (Turquia) (AECSD, 2016).

5. *África e Médio-Oriente:*

*Abu Dhabi Securities Market* (Abu Dhabi), *Dubai Financial Market* (Dubai Financial Market); *Tadawul* (Arábia Saudita), *Strate Central Securities Depository* (África do Sul) (AMEDA, 2016).

A vasta representação de CSDs a nível mundial é reflexo do reconhecimento, por parte de todos os agentes envolvidos nos mercados financeiros, da importância dos mesmos como sistema central de equilíbrio e sustentabilidade dos mercados financeiros domésticos e internacionais, representando assim uma mais-valia para todos os agentes presentes num determinado mercado.

### **4.3. Posicionamento dos agentes de custódia face aos CSDs**

Do mesmo modo que os agentes de custódia se fazem representar nos mercados, assim é a sua representação nos CSDs. Consequentemente assume-se que os agentes de custódia estão para os CSDs assim como estão para a sua estratégia de posicionamento nos mercados.

#### **4.3.1. Posicionamento de um agente de custódia local num mercado doméstico**

O posicionamento de um agente de custódia local é bastante específico no que toca ao seu relacionamento com o CSD doméstico. O primeiro apenas exerce serviços de custódia para um mercado específico e naturalmente encontra-se diretamente representado no agente de custódia central de títulos financeiros desse mercado. A título de exemplo: um agente de custódia local a exercer atividade no mercado doméstico português será, através de uma relação direta, membro da *Interbolsa*.

#### **4.3.2. Posicionamento de um agente de custódia global face a um CSD**

Um agente global de custódia de títulos financeiros faz-se representar em vários CSDs por todos o mundo, não tendo sempre uma relação direta com os mesmos. Desta forma pode-se descrever a ligação dos agentes de custódia globais aos CSDs como: direta ou indireta.

##### *a) Participação através de relação direta:*

Apesar de um agente ser, através do seu posicionamento no mercado, um agente de custódia global, pode possuir uma representação direta num mercado, sempre que a sua estratégia assim o justifique. Como tal, nestes casos, é natural que o agente de custódia global seja um participante direto do CSD doméstico, uma vez que se encontra diretamente representado no seu mercado. O BP2S, apesar de ser um agente de custódia global de títulos financeiros, é um participante direto de certos mercados, como França e Portugal, fazendo parte da lista de participantes dos CSDs domésticos desses países.

Os ICSDs não possuem dimensão geográfica, assumindo a denominação de “*stateless*” (Chan et al., 2007). Como tal, não representam a custódia central de um determinado mercado doméstico, mas sim

títulos financeiros que, apesar de pertencerem a emissores com dimensão geográfica, são emitidos a nível internacional.

Deste modo, é natural que os participantes desses mesmos agentes de custódia central se encontram ligados aos mesmos através de um elo de relação direto, uma vez que a sua dimensão é bastante mais abrangente do que dos CSDs domésticos. A título de exemplo, a *Clearstream* possui uma ligação com cerca de 2500 clientes em mais de 110 mercados diferentes (*Clearstream*, 2016). Estes números dão-nos uma noção da dimensão e da importância dos agentes centrais de custódia de títulos financeiros internacionais a nível mundial.

*b) Participação através de forma indireta:*

A presença dos *global custodians* nos mercados domésticos é idêntica ao posicionamento nos mercados locais, como já referido no capítulo 3. É a rede de interligações que o agente de custódia mantém junto dos CSDs que define se o mesmo é um agente de custódia local ou um agente de custódia global. Através do método que foi seguido no capítulo 3, o agente de custódia global, não tendo uma presença direta num mercado específico, pode fazê-lo indiretamente através de duas formas. A figura 12 representa um tipo de interligações que o *global custodian* pode aceder a fim de se localizar num mercado doméstico. Caso possua uma filial local nesse mercado, pode usá-la como intermediário à presença num determinado CSD. Segundo a *Global Investor Magazine* (2015), no mercado de agentes de custódia local brasileiro, existe uma filial do BP2S. Como tal, o BP2S pode utilizar o esquema representado na figura 12, a fim de centralizar os seus registos sobre os títulos financeiros do mercado brasileiro.

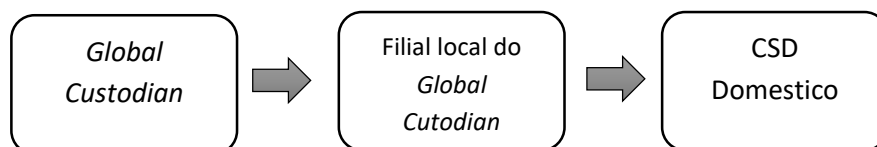


Figura 12 - Posicionamento de um global custodian face a CSD doméstico através de uma filial local.

Por sua vez, se o agente de custódia global não possuir nenhuma filial local, terá que recorrer a um que já exista (conforme a figura 13). É recorrente este tipo de situações em alguns mercados emergentes e outros de reduzida expressão, em que os agentes globais não constituem filiais diretas porque não é uma estratégia lucrativa. Na Dinamarca, segundo a *Global Custodian* (2016b), não existe nenhum agente de custódia global. Desta forma, o BP2S ou qualquer outro agente de custódia global

terá, para prestar serviços de custódia de títulos domésticos dinamarqueses, que contratar os serviços de um agente de custódia local a fim de conseguir estar representado no *VP Securities* (CSD Dinamarquês).

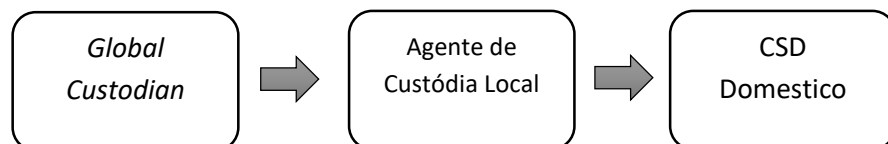


Figura 13 - Posicionamento de um global custodian face a um CSD doméstico através de um agente de custódia local.

Para o processamento de *market claims* é importante a coexistência dos CSDs, dos agentes de custódia global e dos agentes de custódia de local, bem como as relações que existem entre si.

#### 4.4. Importância dos CSDs no processamento de *market claims*

Os CSDs são um importante pilar no que toca ao processamento de *market claims* nos mercados financeiros. É ao nível dos CSDs que ocorre a liquidação de títulos, ou seja, é no CSD que quem vendeu títulos, ou quem os comprou, visualiza o reflexo desse negócio nas suas contas. Para esse efeito os CSDs são dotados de sistemas de *settlement* próprios. Considerando que no mercado dinamarquês, dois investidores que são representados por agentes de custódia local diferentes, um A e um B, realizaram um negócio entre si, o impacto desse negócio irá possuir um reflexo em duas instâncias diferentes: no primeiro momento irá resultar na alteração do número de títulos financeiros que constam na conta de títulos desses investidores nos *custodians* locais, assim como irão também sofrer variações as contas de títulos financeiros detidas por esses mesmos agentes a nível do CSD doméstico.

Como também foi demonstrado nas figuras 4, 5, 6 e 7, o CSD é um dos vários agentes pelo qual transita o processamento da distribuição de rendimentos, relativos a juros ou dividendos, associados à posse de determinados instrumentos financeiros. Como tal, é importante destacar que através da união de funções como o *settlement* e a distribuição de rendimentos, cruzamo-nos com as principais áreas de incidência da custódia de títulos financeiros que estão associadas à existência de compensações.

Não é apenas por mera questão da incidência de serviços de *settlement* e distribuição de rendimentos aos CSDs que estes representam um papel, de importante destaque, no universo das *market claims*. É também o CSD, como agente central de custódia de títulos financeiros, que define se num determinado mercado podem existir compensações, ou seja, se as contrapartes envolvidas num determinado

negócio podem tratar de reconciliações em momentos pós-liquidação e após a distribuição de rendimentos. Em mercados onde existe maior volatilidade cambial, é compreensível que alguns agentes de custódia central não permitam o processamento de compensações, por uma questão de gestão de risco cambial.

Apesar desta temática ser aprofundada no próximo capítulo, é necessário descrever a importância que os agentes de custódia central têm sobre as auto compensações nos mercados financeiros. Uma auto compensação ocorre quando um agente de custódia de títulos financeiros central faz uma reconciliação pós-PD, em que realiza uma distribuição concertada dos fundos que processou, associados a uma distribuição de rendimentos, caso tenha existido um pagamento incorreto de fundos a contrapartes que não seriam elegíveis para os mesmos.

Desta forma, todos os agentes de custódia ligados diretamente ou indiretamente ao CSDs veriam as suas *trades*, que originassem *market claims*, automaticamente compensadas pelos CSDs. Os agentes de custódia não teriam que tomar qualquer ação. São os próprios agentes de custódia central de títulos financeiros que definem, através da análise da sua atividade, se realizam ou não as auto compensações, o que acaba por definir se um determinado mercado é auto compensado ou não. Se um mercado for auto compensado, os agentes de custódia de títulos financeiros nele envolvidos não têm que tomar nenhuma ação caso tenha ocorrido um pagamento incorreto ou uma falta de pagamento a um cliente seu. As compensações passam a ser responsabilidade do CSD.

## 5. PRINCIPAIS MERCADOS E REGRAS DE COMPENSAÇÃO

Os mercados financeiros são dotados de diversas regras, que determinam que parte envolvida num negócio é elegível para receber rendimentos associados a uma distribuição de juros ou dividendos. As datas relacionadas com a compra e venda de títulos financeiros definem qual das contrapartes é elegível para receber fundos caso haja uma distribuição de rendimentos. Antes da exposição sobre as regras que vigoram nos diferentes mercados financeiros, importa estabelecer um enquadramento das datas associadas aos eventos de distribuição de rendimentos e das datas associadas a um determinado negócio sob títulos financeiros.

### 5.1. Datas associadas a eventos de distribuição de rendimentos

A um evento de distribuição de rendimentos estão sempre associadas datas definidas pelo emissor. Desta forma, sempre que um emissor anuncie uma distribuição de juros ou dividendos remete para o mercado as datas relativas a esses eventos. Por exemplo, se uma entidade emitir ações e decidir realizar uma distribuição de rendimentos, irá comunicar as datas relativas à mesma, a todos os agentes envolvidos na cadeia da custódia dos títulos. Existem três principais datas associadas aos eventos de distribuição de rendimentos (algumas já foram abordadas de forma superficial no presente trabalho). As datas mais relevantes são: a RD, a PD e a *Ex-Date*. Loader (2014) define as três datas da seguinte forma:

a) *RD*:

É a data, definida pelos emissores, em que os mesmos ou os seus agentes centrais (CSDs) “fecham” os seus registos com o intuito de determinar quem são os detentores legais, aos quais a distribuição de rendimentos irá ser paga. Por outras palavras, é como se os agentes envolvidos na custódia de títulos financeiros tirassem “uma foto” à RD, determinando assim todos os envolvidos, que possuem posições sobre esse título financeiro.

b) *PD*:

A PD é determinada como a data em que o emissor, ou o seu agente pagador (*paying agent*), paga a distribuição dos rendimentos aos proprietários que detinham posições sobre esse título financeiro na RD. É a data efetiva do pagamento dos rendimentos.

c) *Ex-Date* (XD):

Também conhecida como *ex-dividend date*, é a data na qual um determinado título financeiro começa a ser transacionado sem ter indexado a si o seu benefício (dividendo ou juro). Segundo esta definição, todas as transações efetuadas a partir desta data já não são elegíveis para o recebimento de um determinado rendimento. Esta data é definida indiretamente pelo emissor do título, uma vez que depende da estrutura do mercado financeiro em questão. É determinada consoante a RD e normalmente ocorre dois dias antes da RD.

## 5.2. Datas associadas a um negócio (*trade*)

Como foi referido anteriormente, cada mercado adotou um ciclo de *settlement*. O ciclo vigente num mercado irá influenciar as datas indexadas a um negócio nele realizado. Existem três datas que são relevantes: TD, *Expected Settlement Date* (ESD) e *Real Settlement Date* (RSD).

## a) TD:

É a data de início da negociação de uma transação sobre um título financeiro. É a data onde é iniciada a ordem relativa a essa transação.

## b) ESD:

É a data em que se espera que ocorra a liquidação, ou seja, o momento em que o vendedor recebe o dinheiro relativo ao negócio na sua conta de *cash* e o comprador recebe os títulos financeiros na sua carteira de títulos.

## c) RSD:

Esta data é semelhante à ESD. No entanto, é na RSD que se verifica a liquidação.

Quando anteriormente descrevemos os ciclos de *settlement*, referimos cada mercado possuía o seu ciclo característico. É importante relembrar o porquê de existirem duas datas diferentes que incidem sobre as mesmas ocorrências. A ESD é a data em que ambas as partes envolvidas num negócio assumem que é executada a liquidação de uma transação de títulos. Desta forma, se a negociação for realizada num mercado onde o ciclo de *settlement* vigente for T+3, as partes esperam que a liquidação ocorra três dias úteis após a negociação (TD). No entanto, a RSD existe porque podem ocorrer atrasos em todo o processo de negociação, que podem levar a que a liquidação ocorra depois do esperado. A RSD, se todo o ciclo de *settlement* ocorrer como o esperado, será coincidente com a ESD. A falta de

---

fundos na conta do comprador, a indisponibilidade de títulos financeiros na conta de títulos do vendedor, o desentendimento entre as contrapartes sobre os detalhes da negociação e os atrasos dentro dos processos dos agentes de custódia de títulos, podem fazer com que a *trade* se liquide mais tarde do que o suposto, dando assim origem a uma nova data, usualmente denominada como RSD.

### 5.3. Regras de Elegibilidade

As regras de elegibilidade são as regras que determinam qual das contrapartes envolvidas num negócio é elegível para receber uma distribuição de rendimentos associada ao título financeiro transacionado. Como já foi referido anteriormente, as regras só se aplicam se existir negociação. Se um investidor mantiver uma posição inalterada sobre um determinado título financeiro, não realizando qualquer tipo de transação de compra ou de venda, será naturalmente e automaticamente elegível para qualquer tipo de distribuição de rendimentos que venham a ocorrer. Quando existem transações associadas à carteira de títulos de determinados investidores, existem regras que diferem de acordo com o tipo de instrumento financeiro em questão, bem como com o mercado em que o mesmo se insere. No presente trabalho são abordadas essencialmente obrigações e ações (*bonds e equities*), que no primeiro caso distribuem rendimentos na forma de juros (*interests*), e no segundo em forma de dividendos (*dividends*).

Segundo a *Clearstream* (2015b), um pedido de *market claim*, ou compensação de mercado, é normalmente iniciado quando os benefícios de um título financeiro são pagos a uma parte que não é elegível para usufruir do benefício. Este tipo de compensações ocorre por vários motivos, sendo um deles a transação de títulos financeiros perto da XD, RD ou PD.

Também segundo dados da *Clearstream* (2015b), as normas dos mercados contêm as seguintes informações:

- a) a regra segundo a qual se regem as compensações dos mercados, ou seja, se a regra se baseia no princípio da TD ou da SD. Desta forma, os princípios referidos determinam qual a data associada ao negócio que, por sua vez, define qual das partes é elegível para uma distribuição de rendimentos,
- b) se o CSD local processa compensações automáticas, isto é, se os CSDs locais se responsabilizam pelas compensações de mercado, tanto na distribuição de juros como de dividendos,



- c) se existem algumas restrições ao processamento de *market claims*, ou se existe algum tipo de evento de distribuição de rendimentos em que o processamento de compensações é permitido.

Todas estas informações definem o enquadramento do processamento de compensações nos mercados financeiros. Assim, determinam quais as regras a aplicar a negócio, de forma a encontrar a parte elegível para uma distribuição de rendimentos, quais os mercados que dão a possibilidade de se processarem compensações de mercado, e os CSDs que realizam auto compensações por sua iniciativa.

Para enquadrar os principais mercados financeiros, as regras que neles vigoram, bem como o seu sistema de auto compensações, é necessário estabelecer três princípios em relação à regra de distribuição de rendimentos por parte dos agentes de custódia de títulos financeiros e às regras que vigoram nos mercados financeiros.

a) *Princípio da RD, ou princípio da regra dos agentes de custódia:*

Os agentes de custódia de títulos financeiros realizam a distribuição de rendimentos associados à posse de determinados instrumentos financeiros, consoante as posições mantidas pelos seus clientes. Sendo a RD definida pelo emissor de um título financeiro, é a partir dela que surge a elegibilidade para a distribuição de pagamentos aos investidores que detêm posições sobre o mesmo nessa data. Ou seja, a distribuição de rendimentos irá sempre acontecer de acordo com a detenção dos títulos financeiros na RD, sem ter em conta todas as transações e negócios que possam estar pendentes. Os agentes de custódia emitem os pagamentos consoante a visibilidade que têm sobre a carteira de títulos dos seus clientes na RD.

b) *Princípio da SD:*

É o princípio, ou regra de mercado, que define que um investidor é elegível para receber um benefício associado à negociação de um título financeiro, se a ESD for antes da PD. Naturalmente, em qualquer evento de distribuição de rendimentos, a RD pode ocorrer em diferentes momentos, consoante os mercados e os instrumentos financeiros em questão. Independentemente deste facto, no limite a RD será no dia anterior à PD e nunca no mesmo dia ou em datas seguintes. Se fizermos uma análise num mercado em que o ciclo de *settlement* seja T+2, e uma determinada *trade* tiver início ao dia 10 de novembro, o esperado é que fique liquidada ao dia 12 de novembro, ou seja, na mesma data da RD (se assumirmos um evento de distribuição de rendimentos com a RD a 12 de novembro e a PD a dia 13 de novembro). Desta forma, assumindo que ocorre a liquidação de forma regular, à RD o agente de custódia de um determinado investidor já irá conseguir visualizar as posições no lado correto após o

---

negócio ser finalizado (a reconciliação da RD ocorre ao final do dia). Na PD, o pagamento irá ser realizado à contraparte devidamente elegível. O mesmo acontece se a *trade* for executada com vários dias de antecedência relativamente à PD. Porém, num negócio nas mesmas condições, realizado ao dia 11 de novembro, numa situação regular só se iria liquidar no dia 13 de novembro, ou seja, após a RD e no dia da PD. Assim, a parte elegível para receber os fundos iria ser o vendedor, segundo as regras de mercado (o mesmo iria recebê-lo porque na RD tinha essas posições na sua carteira de títulos).

Pode acontecer que, apesar das contrapartes realizarem um negócio em que a liquidação devia acontecer antes ou até ao dia da RD, haja atrasos na liquidação e esta só ocorra após a RD. Segundo a regra de mercado, a ESD seria antes da PD e como tal o comprador é elegível para receber os fundos associados à distribuição desses rendimentos. No entanto, os fundos iriam ser pagos ao vendedor porque detinha os títulos na RD. Pode-se concluir que, associado a um negócio nos mercados em que vigora a regra da SD, uma negociação é elegível a receber rendimentos se a ESD anteceder a PD.

c) *Princípio da TD:*

O princípio da TD assume que um comprador é elegível para a distribuição de rendimentos se a TD for anterior à XD. Ou seja, se a negociação ocorrer antes da data em que os títulos começam a ser transacionados, sem terem indexados a si os seus benefícios, o comprador é elegível para o pagamento de juros ou dividendos.

Usando como exemplo uma *trade* negociada no dia 10 de novembro, num mercado em que vigora o ciclo de *settlement* T+3, assumindo condições normais, a mesma iria liquidar-se ao dia 13 de novembro. Suponhamos que associado ao título financeiro transacionado existe um evento de distribuição de rendimentos com XD a 11 a novembro, RD a 13 de novembro e PD a dia 14 de novembro. A contraparte que está envolvida no negócio como compradora é elegível para receber esses fundos, uma vez que a TD acontece antes da XD, e irá recebê-los uma vez que à RD já detém os títulos na sua carteira. Porém, se existirem atrasos na liquidação do negócio e ele só se liquidar após a RD, existe uma compensação a ser iniciada para o comprador, uma vez que este é, segundo as regras de mercado, elegível a receber os fundos. Não os recebeu pois não detinha os fundos na sua conta de títulos à RD, fazendo com que os fundos fossem pagos ao vendedor.

#### **5.4. Caracterização dos principais mercados financeiros**

A exemplificação com casos concretos facilita a compreensão das regras e especificidades que vigoram em cada mercado financeiro. Deste modo, optámos por destacar as especificidades dos mercados com os quais existiu uma maior proximidade e acompanhamento da ação durante o período do estágio. Na sua génese representam o método de funcionamento de grande parte dos mercados. Apesar das especificidades de cada mercado, o método de aplicação das regras segue o mesmo padrão. Assim, após uma análise fundamentada nos objetos anteriormente referidos, realiza-se uma análise dos seguintes mercados: Bélgica, Espanha, EUA, França, Holanda, Hong Kong, Internacionais, Itália, Portugal, Reino Unido e Singapura.

Importa referir que existe uma divisão entre as regras aplicadas às obrigações e às ações. Apesar de, por vezes, as regras serem as mesmas para os dois instrumentos, em vários mercados existe uma definição de normas que vigoram sobre um certo princípio para as obrigações, e sobre um princípio diferente para as ações. Mesmo nos casos em que as regras são coincidentes para a distribuição de rendimentos, os mercados fazem uma divisão expressa das mesmas.

### 5.4.1. Caracterização do mercado Belga, Francês e Holandês

O mercado belga, o francês e o holandês, como é mostrado no quadro 6, regem-se pelo princípio da TD, quer se trate de ações ou obrigações. É essa a regra que vigora para qualquer transação sobre esses instrumentos no momento da distribuição de rendimentos a si associados. Estes mercados são auto compensados pelo seus CSDs locais, ou seja, todas as transações que tenham ficado liquidadas após a RD, e que foram negociadas a uma TD inferior à XD, dão início a uma compensação de mercado processada automaticamente pelo agente de custódia central respetivo.

<b>CSDs locais: Euroclear Belgium (Bélgica)</b>	
<i>Euroclear France (França)</i>	
<i>Euroclear Netherlands (Holanda)</i>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto compensação pelo CSD local:</b> Sim
<b>Ações (Dividendos)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto Compensação pelo CSD local:</b> Sim

Quadro 6 - Caracterização do sistema de regras e auto compensação do mercado belga, francês e holandês. Fonte: Clearstream (2014a, 2014b, 2015a)

### 5.4.2. Caracterização do mercado Espanhol

Observando o quadro 7, conclui-se que o mercado espanhol tem normas diferentes para obrigações e para ações. No caso das obrigações, o princípio pelo qual se processam as distribuições de rendimentos é o princípio da SD, ou seja, são elegíveis a essa distribuição as posições negociadas em que a ESD seja anterior à PD. Para além desta especificidade, o mercado espanhol não é auto compensado pelo CSD local no caso das obrigações, o que faz com que todas as *market claims* tenham que ser iniciadas pelos agentes de custódia das contrapartes envolvidas. No caso das ações, é utilizado o princípio da TD, sendo que são elegíveis todas as posições transacionadas com a TD anterior a XD. Para este tipo de instrumento financeiro a *Iberclear*, agindo como CSD local, realiza auto compensações por sua iniciativa para *trades* em que a sua liquidação ocorra no máximo à PD+2, fazendo com que as restantes, que se liquidem numa data posterior, tenham que ser iniciadas pelos agentes de custódia envolvidos, em representação dos seus clientes.

<b>CSD local: <i>Iberclear</i></b>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto compensação pelo CSD local:</b> Não
<b>Ações (Dividendos)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto Compensação pelo CSD local:</b> Compensações automáticas ocorrem em <i>trades</i> em que a liquidação se dê à PD+2 no máximo.

Quadro 7 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado espanhol. Fonte: Clearstream (2011)

### 5.4.3. Caracterização do mercado dos EUA e de Singapura

O quadro 8 mostra que tanto o mercado dos EUA como o mercado de Singapura regem-se pelo princípio da SD para obrigações, e pelo princípio da TD para ações. No caso das obrigações, consideram elegíveis, para uma distribuição de fundos, os compradores cujas transações possuam ESD antecedentes à PD. No caso das ações, consideram o comprador elegível caso a TD tenha ocorrido antes da XD. As compensações sobre as distribuições de dividendos são executadas pelos CSDs locais, enquanto que as compensações relativas à distribuição de juros têm de ser iniciadas pelos agentes de custódia envolvidos.

<b>CSDs locais: DTCC (EUA)</b>	
<i>Singapore Exchange Limited (Singapura)</i>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto compensação pelo CSD local:</b> Não
<b>Ações (Obrigações)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto Compensação pelo CSD local:</b> Sim

Quadro 8 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado dos EUA e de Singapura. Fonte: Clearstream (2011c, 2011e)

#### 5.4.4. Caracterização do mercado de Hong Kong

Consoante o que se verifica no quadro 9, o mercado de Hong Kong diferencia o tratamento das obrigações e das ações e também as auto compensações executadas pelo CSD local. O mercado rege-se pelo princípio da SD para obrigações e segundo o princípio da TD para ações. As auto compensações por parte do agente de custódia central local são apenas executadas para as ações, sendo que no caso das obrigações as mesmas têm de ser iniciadas entre as contrapartes envolvidas no negócio.

<b>CSD local: <i>Hong Kong Securities Clearing Co., Ltd</i></b>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto compensação pelo CSD local:</b> Não
<b>Ações (Dividendos)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto Compensação pelo CSD local:</b> Sim

Quadro 9 - Caracterização do sistema de regras e de auto compensações do mercado de Hong Kong.  
Fonte: Clearstream (2011a)

#### 5.4.5. Caracterização do mercado Italiano

O quadro 10 demonstra que o mercado Italiano, como outros já referidos anteriormente, rege-se pelo princípio da SD para obrigações e segundo o princípio da TD para ações. Ao contrário do que acontece em outros mercados, o mercado italiano não processa auto compensações, nem para obrigações, nem para ações. Assim, qualquer *market claim* a iniciar no mercado italiano tem de ser levada a cabo pelos agentes envolvidos na transação.

<b>CSD local: <i>Monte Titoli</i></b>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto compensação pelo CSD local:</b> Não
<b>Ações (<i>Dividendos</i>)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto Compensação pelo CSD local:</b> Não

Quadro 10 - Caracterização do sistema de regras e de auto compensações do mercado Italiano. Fonte: Clearstream (2015c)

#### 5.4.6. Caracterização do mercado Português

O mercado português, conforme o quadro 11, rege-se pelo princípio da SD, tanto para obrigações como para ações. É um mercado auto compensado, pelo que a *Interbolsa*, agindo como CSD local, realiza por sua iniciativa todas as compensações necessárias.



<b>CSD local: <i>Interbolsa</i></b>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto compensação pelo CSD local:</b> Sim
<b>Ações (Dividendos)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto Compensação pelo CSD local:</b> Sim

Quadro 11 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado Português. Fonte: Clearstream (2015d)

#### 5.4.7. Caracterização do mercado do Reino Unido

Consoante o exibido no quadro 12, o mercado do Reino Unido, tal como o de Hong Kong, rege-se pelo princípio da SD para as obrigações e pelo princípio da TD para as ações. Este mercado é auto compensado, sendo que o CSD local realiza todas as compensações.

<b>CSD local: CREST (Gerido pela Euroclear UK &amp; Ireland)</b>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto compensação pelo CSD local:</b> Sim
<b>Ações (Dividendos)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto Compensação pelo CSD local:</b> Sim

Quadro 12 - Caracterização do sistema de regras e compensações no mercado do Reino Unido. Fonte: Clearstream (2011d)

#### 5.4.8. Caracterização do mercado Internacional (designado também como euromercado antes do aparecimento da moeda euro)

O mercado de títulos financeiros internacionais difere dos restantes mercados por ser o único onde existe mais do que um CSD emissor para um determinado título financeiro. Como tal, conforme o mostrado no quadro 13, apenas existem auto compensações quando os negócios são realizados entre investidores que utilizam (através dos seus agentes de custódia) o mesmo ICSD. O facto de os títulos financeiros internacionais serem emitidos por mais do que um CSD, faz com que existam transações entre investidores que possuam agentes de custódia que participam em ICSDs distintos, possibilitando assim negócios entre investidores que, no ponto final da sua rede de interligações, entre os agentes que a si estão associados, sejam executadas entre ICSDs diferentes.

Como o serviço de auto compensações apenas existe para transações dentro do mesmo ICSD, será necessária a iniciação de uma *market claim* pelos agentes envolvidos na transação – quando executada entre ICSDs diferentes. Em relação às regras, no mercado internacional aplica-se o princípio da SD para obrigações e o princípio da TD para ações.

<b>ICSDs: <i>Clearstream e Euroclear</i></b>	
<b>Obrigações (Juros)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da SD
	<b>Auto compensação pelos ICSDs:</b> Apenas quando transacionados dentro do mesmo ICSD
<b>Ações (Dividendos)</b>	<b>Regra de mercado:</b> Princípio da TD
	<b>Auto Compensação pelos ICSDs:</b> Apenas quando transacionados dentro do mesmo ICSD

Quadro 13 - Caracterização do sistema de regras e auto compensações do mercado internacional.  
Fonte: Clearstream (2011b)

---

## 6. PROCESSAMENTO DE *MARKET CLAIMS* EM MERCADOS AUTO COMPENSADOS E NÃO COMPENSADOS

O processamento das compensações funciona de forma bastante semelhante para todos os mercados, variando apenas se o mercado for auto compensado ou não compensado. Podem também existir algumas diferenças dependendo da rede de ligações que o investidor possui até ao CSD e da forma como o seu agente de custódia direto está representado no CSD de um determinado mercado. Os mercados auto compensados, podem sê-lo apenas para alguns instrumentos financeiros ou para todos e caracterizam-se por realizar uma compensação automática de todos os pagamentos relativos à distribuição de rendimentos se estes tiverem sido incorretamente entregues a uma das partes envolvidas no negócio. Após a distribuição desse pagamento, posteriormente à PD, o CSD responsável pelo mercado avalia todos os pagamentos que haviam sido processados de forma incorreta e corrige o que não estiver certo. No caso em que os mercados financeiros não são auto compensados para determinados títulos financeiros, essas compensações têm que ser iniciadas por iniciativa das contrapartes envolvidas, ou dos seus agentes de custódia.

Para facilitar a compreensão do processamento de compensações nos diversos mercados financeiros, é útil recorrer a exemplos práticos de execução. Como tal, o presente capítulo mostra o percurso dos fundos financeiros relativos à distribuição de benefícios, quando se processam compensações de mercado. Através de mercados específicos, cujas regras já foram descritas no capítulo anterior, é possível realizar uma exposição abrangente dos instrumentos financeiros e das diferentes regras a eles associadas. Além da especificação do processamento de *market claims*, importa também destacar a evolução deste tipo de serviço prestado pelos agentes de custódia de títulos financeiros.

### 6.1. Processamento de *market claims* em mercados auto compensados

Através de exemplos práticos de negócio entre dois investidores e a distribuição de rendimentos num determinado mercado, ilustra-se a forma como se processam as compensações num mercado financeiro. Nos exemplos que serão demonstrados irá assumir-se um negócio entre um investidor A e um investidor B, em que o primeiro é o vendedor e o segundo o comprador.

### 6.1.1. Obrigações

Com o objetivo de se exemplificar o processamento de compensações sobre juros (benefício sobre a posse de uma obrigação) em mercados financeiros auto compensados utilizamos como exemplo o mercado Belga (autocompensado para obrigações, segundo o princípio da TD). Consideram-se duas situações associada à negociação:

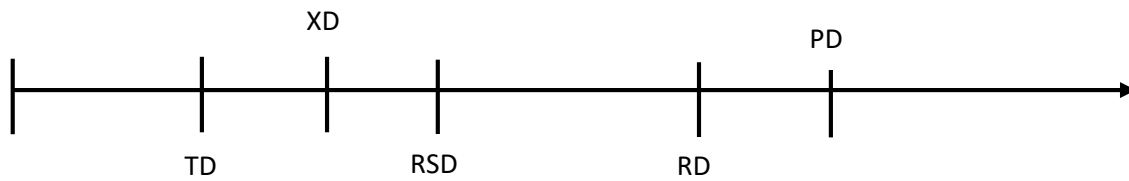
*a) Situações em que não há necessidade da existência de uma compensação:*

A figura 14 ilustra na primeira linha um caso em que não há necessidade de qualquer tipo de compensação pois a parte que é elegível a receber os fundos relativos à distribuição de rendimentos é quem efetivamente irá recebê-los. Fazendo a análise do princípio da RD, observa-se que o investidor B já terá as posições na sua carteira de títulos à RD, uma vez que a RSD é anterior à RD. Como tal, tanto o CSD como o seu agente de custódia irão considerar essas posições e assim o investidor irá receber o respetivo juro.

Independentemente do princípio da RD, analisando a regra de mercado, que é a regra que prevalece, verifica-se que o investidor B é elegível para receber o pagamento de juros uma vez que a *trade* realizou-se com uma TD anterior à XD. Como o investidor B é legitimamente elegível para receber esses fundos segundo a regra de mercado, tendo-os recebido do CSD por intermédio do agente de custódia, não existe nenhuma compensação a executar.

Na segunda linha também não existe a necessidade de iniciar qualquer tipo de compensação, pois à RD as posições estavam na posse do investidor A, que recebeu o pagamento. A TD associada ao negócio é posterior à XD e, como tal, a transação foi executada sem o direito ao recebimento desse juro por parte do investidor B.

## Caso 1



## Caso 2

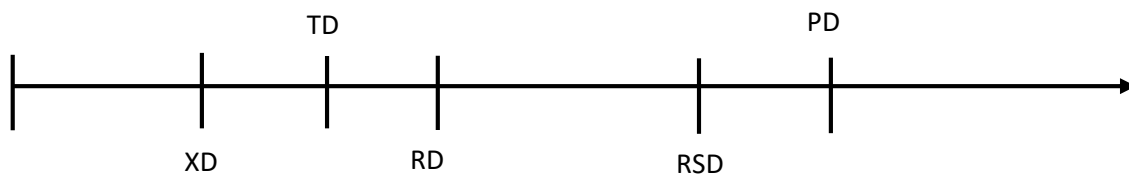


Figura 14- Ordem cronológica das datas de uma trade e de uma distribuição de rendimentos onde não é necessária compensação. Legenda: TD – Trade Date, XD – Ex Date, RSD – Real Settlement Date, RD – Record Date, PD – Pay Date

b) Situação em que existe a necessidade de uma compensação:

Se uma determinada *trade* associada a um evento de distribuição de rendimentos possuir a ordem das datas exemplificadas na figura 15, existe claramente a necessidade de se iniciar uma compensação. Uma vez que a RSD é posterior à RD, o CSD, por intermédio do agente de custódia de títulos financeiros, remeteu o pagamento para o investidor A. No entanto, segundo as regras de mercado, sendo a TD anterior à XD, o investidor B é elegível para receber os fundos relativos à distribuição de juros. Assim, é necessária uma regularização através de compensação, tendo o investidor A que ser debitado no valor que recebeu e que não era devido, e o investidor B creditado pelo valor que deveria ter recebido. Neste caso há necessidade de auto compensação, uma vez que o exemplo acontece no mercado Belga.

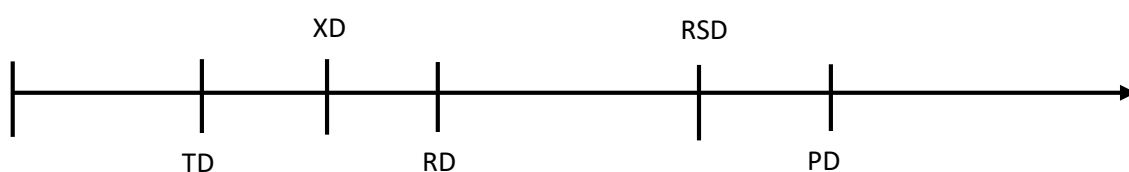


Figura 15 - Ordem cronológica das datas associadas a uma trade e a um evento de distribuição de rendimentos em que é necessária uma compensação. Legenda: TD – Trade Date, XD – Ex Date, RSD – Real Settlement Date, RD – Record Date, PD – Pay Date

É útil explicar quatro diferentes etapas de execução do processamento das auto compensações: posicionamento dos investidores à RD, posicionamento dos investidores quando se liquida o negócio (RSD), momento da PD e momento posterior à PD.

Supondo que o montante transacionado foi de 100 000 títulos, observam-se as seguintes etapas:

- 1) *Posicionamento dos investidores à RD assumindo que os investidores A e B possuíam 500 000 e 400 000 títulos da mesma obrigação respetivamente antes do negócio:*

De acordo com a figura 16, apesar da *trade* já se ter sido iniciada ela não está liquidada à RD, fazendo com que o CSD tenha uma visualização sobre as contas dos seus participantes (os agentes de custódia) como se não tivesse havido nenhuma negociação entre as contrapartes. Como tal, o CSD irá à RD considerar, por intermédio do agente de custódia, 500 000 posições na carteira do investidor A e 400 000 posições na carteira do investidor B.

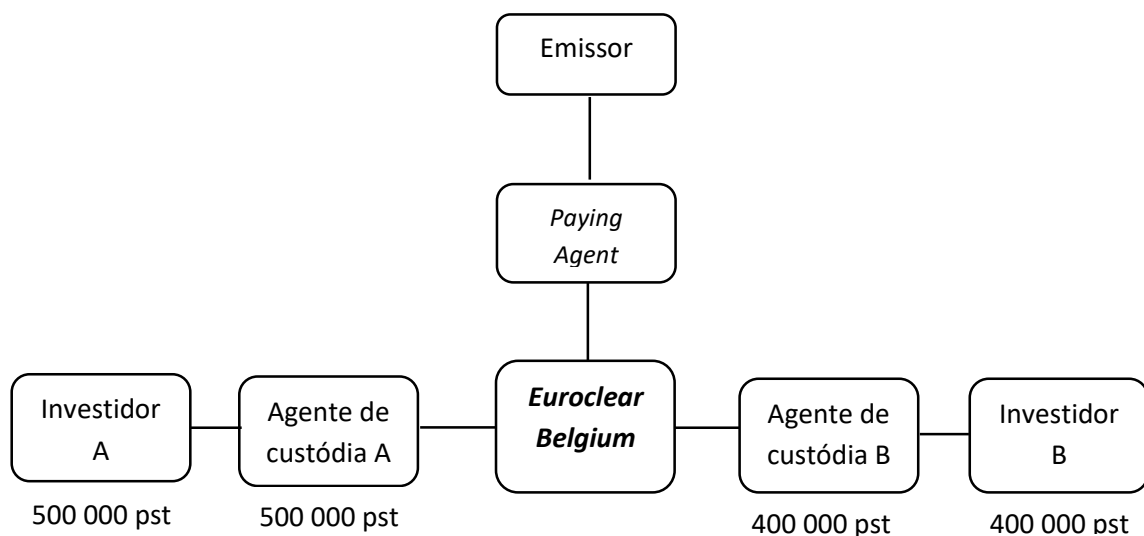


Figura 16 - Posicionamento dos investidores A e B à RD consoante um evento de distribuição de juros.

## 2) Posicionamento dos investidores à RSD:

A figura 17 ilustra o volume da carteira de títulos dos investidores no momento da liquidação do negócio. Independentemente de a liquidação do negócio ocorrer antes ou após da PD, a mesma, no caso de haver da necessidade de compensação na sequência das regras de mercado, determina em que carteira é que as posições negociadas ficam associadas no final do negócio. No caso de haver uma *market claim*, a RSD indica as posições corretas pelas quais cada investidor deve ser creditado.

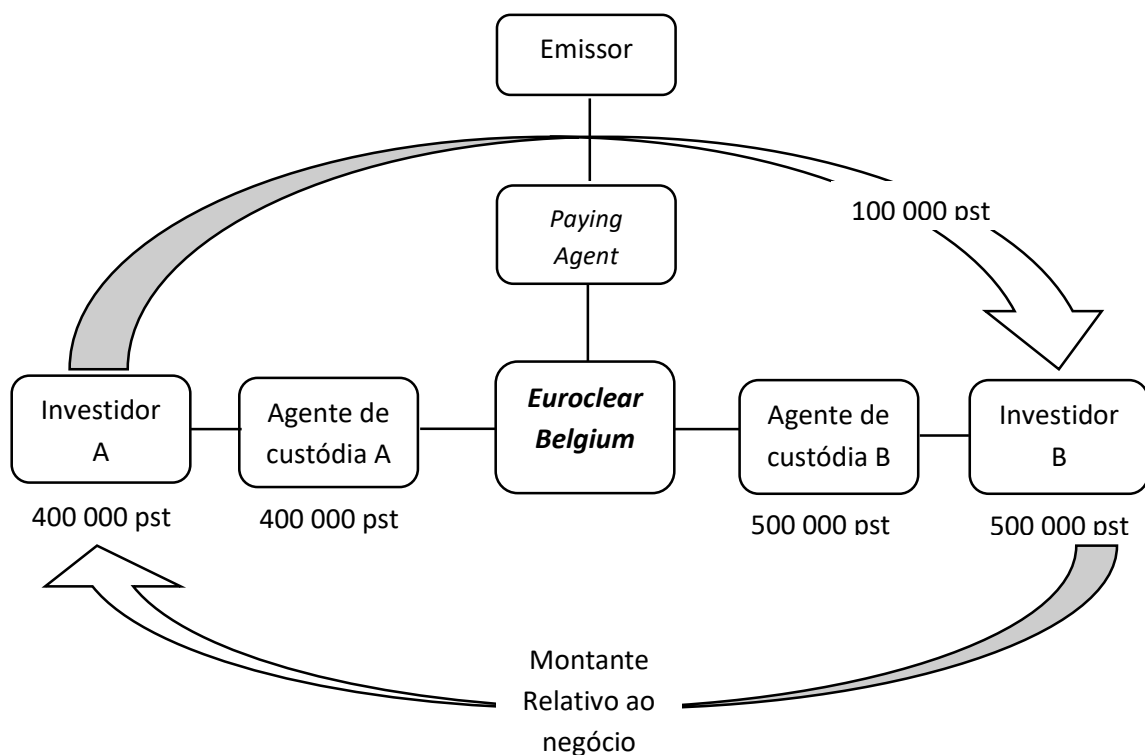


Figura 17 - Posicionamento dos investidores A e B à RSD após a liquidação do negócio.

3) *Momento da PD, assumindo uma distribuição de rendimentos de 0,01 EUR por obrigação:*

Apesar de no exemplo da figura 18 a *trade* já estar liquidada à PD, o pagamento é emitido de forma incorreta pelo CSD, sendo que o investidor B, por intermédio do seu agente de custódia, irá receber um montante como se ainda tivesse 500 000 posições na sua carteira. Porém, o que se observa é que as posições já se encontram na carteira de títulos do investidor B. Este é o exato momento em que surge uma *market claim* ou a necessidade de uma compensação, uma vez que o investidor B apenas recebeu um montante relativo a 400 00 posições, embora devesse ter recebido relativamente a 500 000 posições. O investidor A é elegível para receber fundos sob a compra das 100 000 posições ao investidor B segundo as regras de mercado, como se pode verificar através da ordem cronológica apresentada na figura 15.

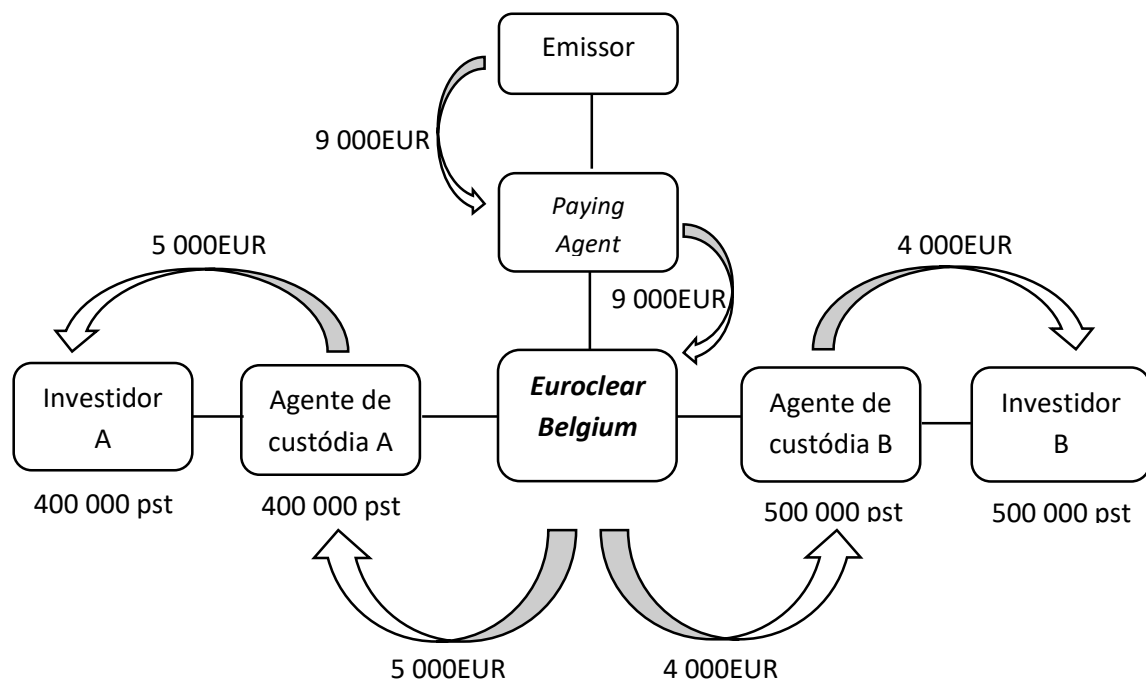


Figura 18 – Income flow no momento da PD, desde o emissor até ao investidor A e B.



4) *Momento posterior à PD, assumindo uma distribuição de rendimentos de 0,01 EUR por obrigação:*

Num mercado auto compensado, como é o mercado belga, após a PD o CSD faz uma reconciliação dos negócios que ficaram liquidados no seguimento da RD e realiza a auto compensação segundo as regras vigentes naquele mercado. Se o CSD detetar uma liquidação posterior à RD, averiguando que as posições negociadas são elegíveis para receber esse juro, irá realizar uma compensação sobre o processamento de rendimentos que foi executado à PD. No caso específico exemplificado nas figuras anteriores, o CSD irá debitar o valor em juros (1000 EUR), que corresponde à quantidade transacionada no negócio (100 000 posições), ao investidor B, sendo que este foi creditado indevidamente nesse montante. O CSD fá-lo por intermédio do agente de custódia do investidor B. Porém, o contrário acontece com o investidor A, que é creditado pelo CSD, por intermédio do seu agente de custódia, relativamente ao valor que deveria ter recebido. A figura 19 ilustra o processamento da auto compensação pela *Euroclear Belgium*.

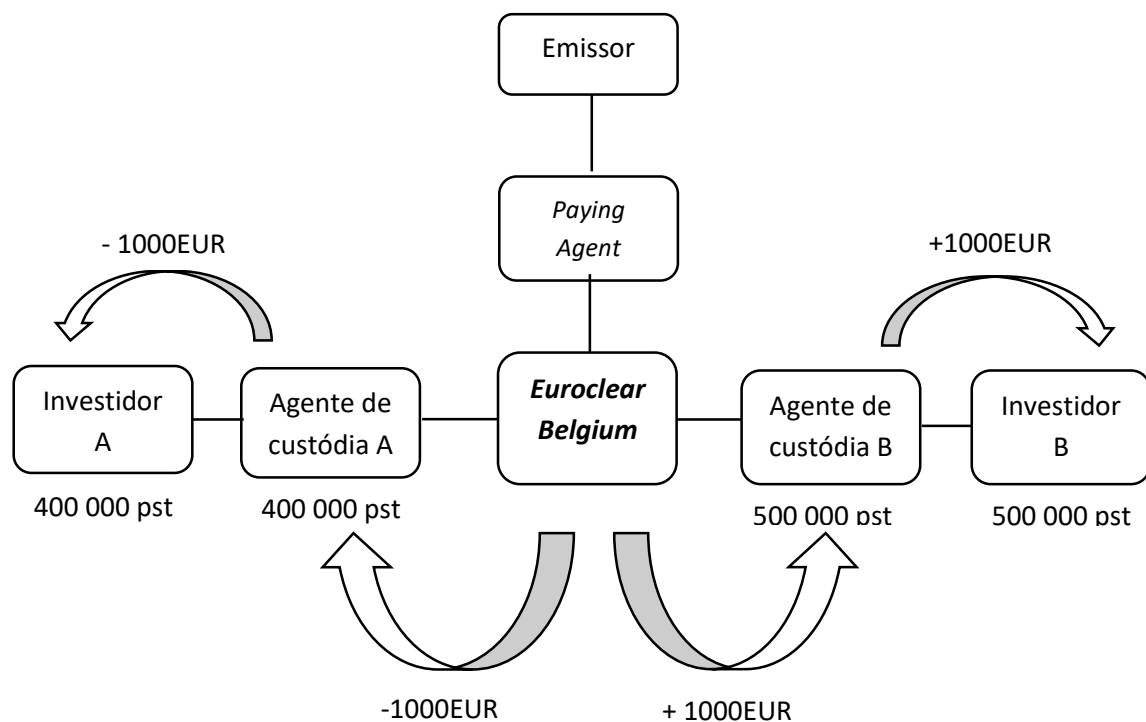


Figura 19 – Momento posterior à PD onde se processa uma auto compensação pelo CSD.

Os CSD executam estes movimentos de auto compensação sempre por intermédio dos agentes de custódia, pois é sobre as contas de títulos financeiros dos mesmos que o CSD tem visibilidade. O CSD vê o agente de custódia a movimentar as posições e não o investidor A, B ou C. Isto acontece porque os agentes de custódia agem sempre em representação dos seus clientes junto dos CSDs. Como tal, todos os movimentos de débito ou de crédito associados a auto compensações, por parte do CSD, são processados diretamente nas contas que os agentes de custódia possuem nos agentes de custódia central, sendo depois refletidos nos seus clientes. Quando este último movimento é executado o processo de auto compensação termina.

### **6.1.2. Ações**

As ações, bem como a distribuição de dividendos que está a si associada, regem-se normalmente pelo princípio da TD, tal como acontece com as obrigações no mercado belga. Independentemente do princípio sobre qual se rege o funcionamento de um mercado auto compensado para ações, as compensações são executadas de forma semelhante àquela que acontece para as obrigações e para o pagamento de juros. Existirão da mesma forma quatro momentos relevantes: avaliação das posições dos investidores à RD, liquidação do negócio, PD e a reconciliação pós PD em que o CSD faz os ajustamentos necessários consoante a regra que prevalece no mercado. Assim, o processamento das auto compensações funciona exatamente da forma descrita para as obrigações, em que o CSD debita e credita os investidores envolvidos no negócio através dos seus agentes de custódia.

## **6.2. Processamento de *market claims* em mercados não compensados**

Nos mercados que não são alvo de auto compensações por parte dos CSDs têm que ser os próprios agentes de custódia, em representação dos seus clientes, a responsabilizarem-se por gerir o processo. Isto acontece apenas se o agente de custódia fornecer um serviço de *market claims* ao seu cliente. O recurso a um exemplo ajuda a compreensão dos diferentes processos nos mercados não compensados. Nos exemplos que serão demonstrados irá assumir-se um negócio entre um investidor A e um investidor B, em que o primeiro é o vendedor e o segundo o comprador.

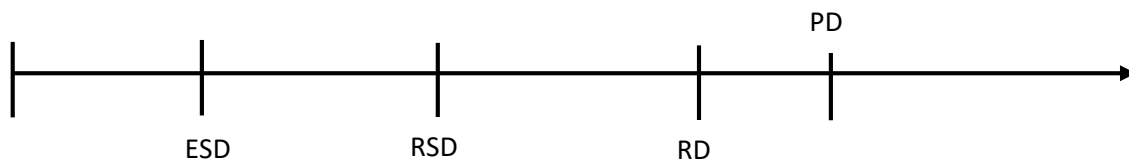
### 6.2.1. Obrigações

Com o objetivo de exemplificar o processamento de compensações sobre juros em mercados financeiros que não são auto compensados utiliza-se como exemplo o mercado italiano. Este mercado não é auto compensado para obrigações e rege-se pelo princípio da SD. É necessário considerar duas situações associadas à negociação entre dois investidores em obrigações:

a) *Situações em que não há necessidade de se iniciar uma market claim:*

Apenas são evidenciadas as datas de ESD, RSD, PD e RD pois são as que são utilizadas (quando o mercado se rege pelo princípio da SD), a fim de determinar a elegibilidade dos negócios realizados entre dois investidores. Na primeira linha cronológica da figura 20 não existe lugar a *market claim* pois o investidor A comprou as posições ao cliente B antes da PD e a liquidação ocorreu antes da RD. Assim, o investidor A receberá (corretamente) os juros relativos às posições transacionadas. No segundo caso, também não é necessária a execução de compensação pois a ESD do negócio ocorreu após a PD. Sendo que também só se irá liquidar após a RD, o investidor A não é elegível para receber juros sobre as posições transacionadas, e efetivamente não as receberá pois não as detinha à RD.

Caso 1



Caso 2

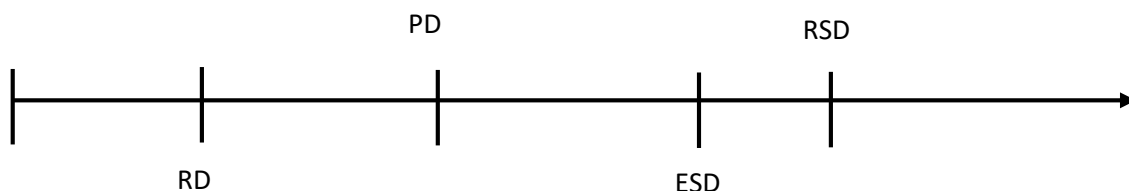


Figura 20 - Ordem cronológica associada a um negócio e a um evento de distribuição de juros, em que não é necessária a iniciação de uma market claim. Legenda: ESD – Expected Settlement Date, RSD – Real Settlement Date, RD – Record Date, PD – Pay Date

b) *Situações em que é necessário dar-se início a uma market claim:*

No caso apresentado na figura 21 é necessário iniciar uma *market claim* pois há uma contradição entre o princípio da RD e o princípio que vigora no mercado italiano. Uma vez que o investidor A vendeu posições ao investidor B, e a transação apenas se liquidou após a RD, o agente de custódia central ainda visualizou as posições do lado do agente de custódia A, pagando assim os juros ao investidor A, por intermédio do seu agente de custódia. De acordo com a regra da SD, o investidor B é elegível para receber esses fundos, sendo a ESD anterior à PD. Desta forma, e como o mercado não é auto compensado diretamente pelo CSD (*Monte Titoli*), têm que ser os agentes de custódia a executar o reajustamento da distribuição de rendimentos. As etapas de execução do processamento das compensações quando o mercado não é auto compensado pelo CSD local são: a avaliação do posicionamento dos investidores à RD, a avaliação do posicionamento dos investidores quando se liquida o negócio (RSD), o momento da PD e o momento posterior à PD.

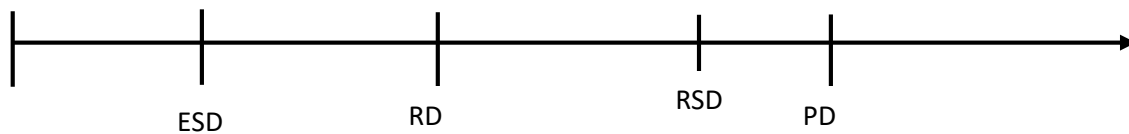


Figura 21 - Ordem cronológica das datas associadas a uma negociação de títulos e a uma distribuição de juros, em que ter de ser iniciada uma market claim. Legenda: ESD – Expected Settlement Date, RSD – Real Settlement Date, RD – Record Date, PD – Pay Date

Supondo que o montante transacionado foi de 200 000 obrigações do mercado italiano, em que o investidor A é o vendedor e o investidor B o comprador, observam-se as seguintes etapas:

- 1) *Posicionamento dos investidores à RD, assumindo que o investidor A e B possuíam 700 000 e 300 000 posições respetivamente, sobre um determinado título antes do momento do negócio:*

Como se observa na figura 22, apesar do negócio já ter sido iniciado anteriormente à RD, o mesmo ainda não foi liquidado. Assim, através dos agentes de custódia dos investidores A e B, o CSD irá realizar um registo das posições nas suas contas de títulos e, como tal, irá assumir que o investidor A possui à RD 700 000 posições, enquanto que o investidor B apenas possui 300 000 posições. Independentemente de já ter sido iniciado um negócio que fará com que se transacionem 200 000 posições da carteira de títulos do investidor A para o investidor B, o CSD irá sempre fazer a sua avaliação das carteiras de títulos à RD.

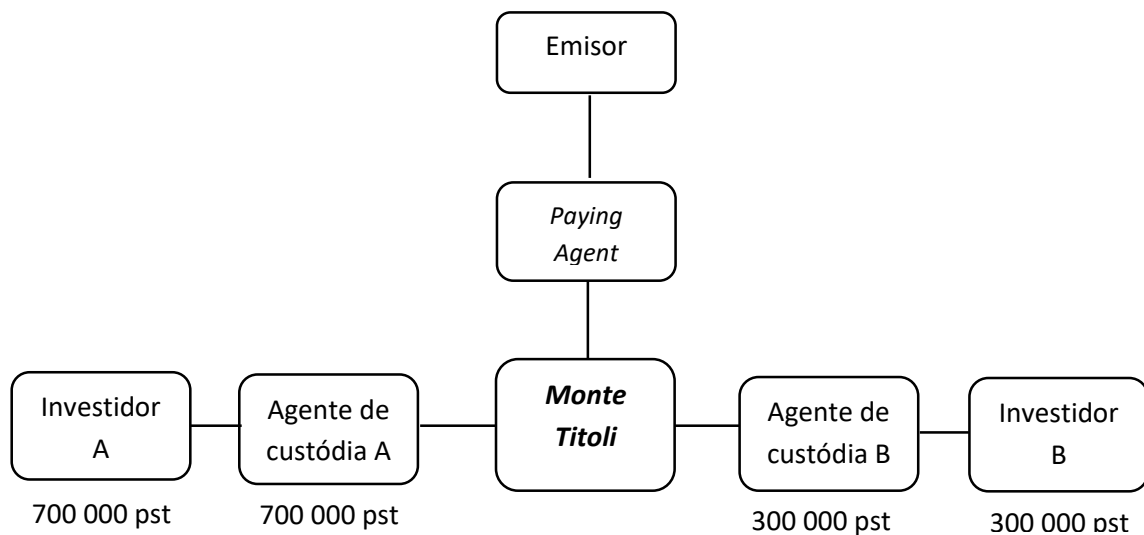


Figura 22- Posicionamento dos investidores A e B à RD, consoante um evento de distribuição de juros.

## 2) Posicionamento dos investidores à RSD:

De acordo com a figura 23, à RSD observa-se a localização das posições sobre um determinado título financeiro após a liquidação do negócio. Se a negociação executada entre ambos for elegível, consoante a regra de mercado, a RSD determina o número de posições sob as quais os investidores devem receber a respetiva distribuição de juros. Porém, já foi possível verificar através de vários exemplos que esse pagamento pode ser processado de forma incorreta e como tal há a necessidade de recorrer a uma compensação.

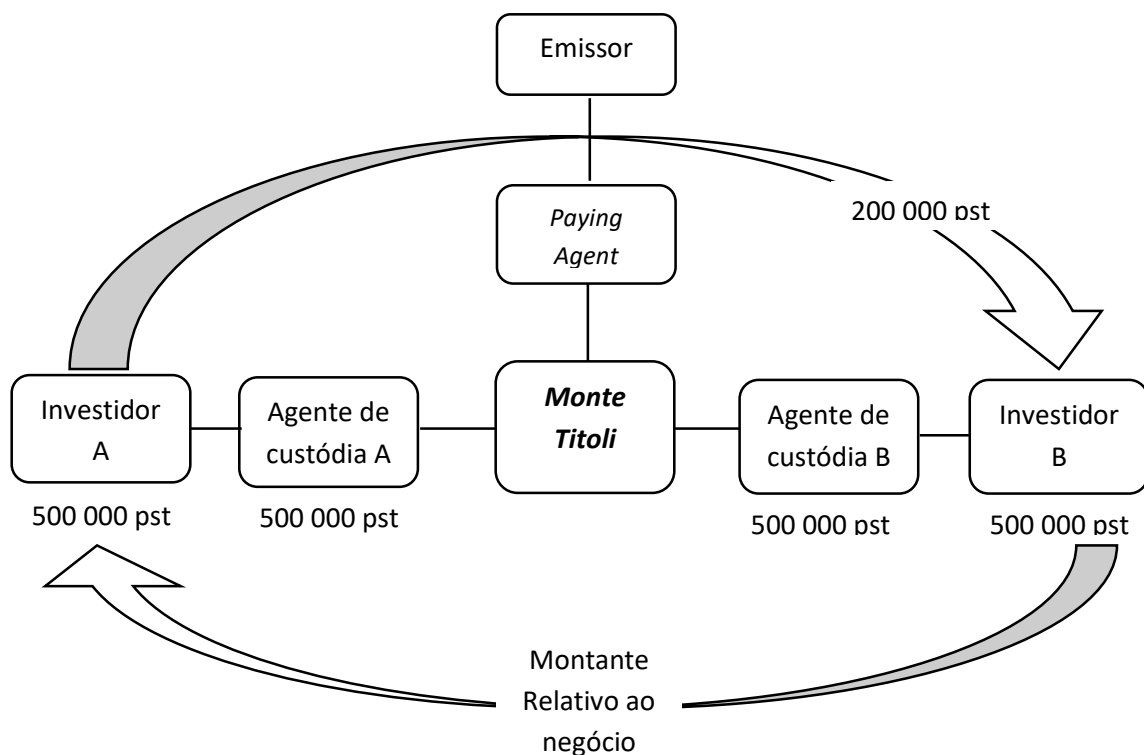


Figura 23 - Posicionamento dos investidores A e B à RSD, após a liquidação do negócio.

3) *Momento da PD, assumindo uma distribuição de rendimentos de 0,02 EUR por obrigação:*

A figura 24 mostra como se irá processar a distribuição dos juros se a ordem cronológica dos acontecimentos ocorrer de acordo com a figura 21. Como à RD as posições ainda não tinham saído da carteira do investidor A para a do investidor B, o *income flow* irá ser executado consoante as posições à RD. O investidor A irá receber uma distribuição de juros como se tivesse na sua posse as 700 000 posições. O investidor B apenas irá receber uma distribuição de juros relativamente à posse de 300 000. Sendo que o preço unitário nesta distribuição de juros é de 0,02 EUR, o investidor A e o investidor B irão receber 14 000 EUR e 6 000 EUR, respetivamente. Porém, segundo as regras de mercado, e como a compra executada pelo investidor B é elegível a receber os juros associados a essas posições, os investidores deveriam ter sido creditados com 10 000 EUR cada um, associados às 500 000 posições que cada um detém após a liquidação do negócio.

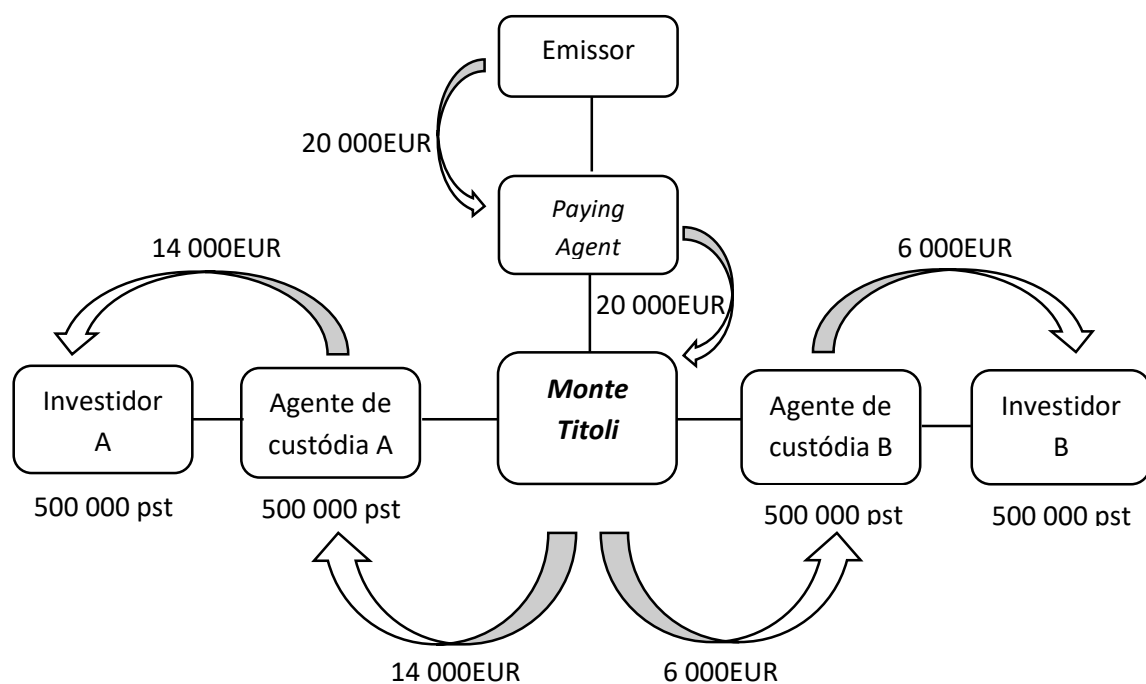


Figura 24 – Income flow no momento da PD, desde o emissor até ao investidor A e B.

4) *Momento posterior à RD, assumindo uma distribuição de rendimentos ao preço unitário de 0,02 EUR:*

É nesta última fase, representada na figura 25, que está expresso o papel mais importante dos agentes de custódia de títulos financeiros no que diz respeito ao processamento de compensações de mercado. Quando os mercados não são auto compensados, as compensações têm que ser iniciadas entre os agentes de custódia de títulos financeiros envolvidos no negócio, por intermédio dos seus clientes. As *market claims* apenas encontram resolução por acordo entre as partes envolvidas. Nestes casos, o que irá acontecer é que não irá ser o CSD a debitar e a creditar as contrapartes de modo a resolver a *market claim*, mas sim os agentes envolvidos a creditarem e a debitarem os seus clientes, consoante o acordo mútuo entre ambos. No exemplo da figura 25, consoante a ordem cronológica da figura 21 e as regras de mercado, o investidor B é elegível a receber os juros distribuídos relativos às 200 000 posições que foram transacionadas. Como o investidor A foi creditado indevidamente em 200 000 posições, cabe ao agente de custódia A, após mútuo acordo com o agente de custódia B, debitar o seu cliente no valor respetivo às 200 000 posições (4 000 EUR) e realizar um pagamento desse valor ao agente de custódia B. Este último credita o seu cliente, o investidor B, que é elegível a receber esses fundos, consoante as regras do mercado.

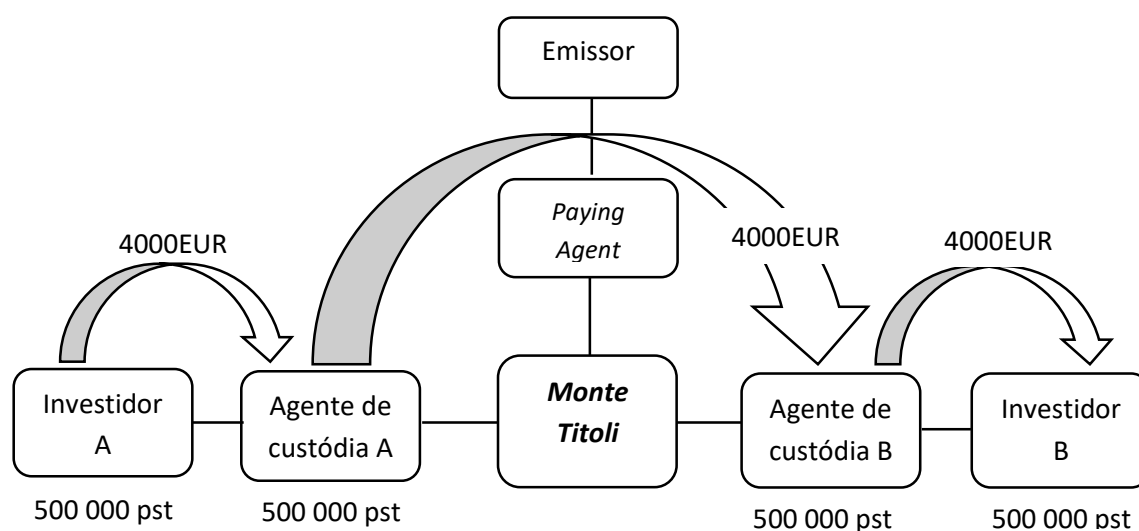


Figura 25 – Momento posterior à PD, onde é iniciada uma market claim pelos agentes de custódia envolvidos no negócio.



### 6.2.2. Ações

Como acontece nos mercados auto compensados, também nos mercados não compensados as ações tendem a reger-se pelo princípio da TD. A única diferença que importa destacar é o processamento das compensações, que diferem do processamento que ocorre nos mercados auto compensados. Se a ordem cronológica de uma *trade* ocorrer no mercado italiano, que também não é auto compensado para a distribuição de dividendos, consoante a figura 15, é necessário iniciar uma compensação que decorrerá exatamente como no exemplo das figuras 22, 23, 24 e 25. O mesmo irá suceder no caso de ser necessária uma compensação num mercado que não seja auto compensado para dividendos, fazendo com que seja necessária uma compensação iniciada pelos agentes de custódia de títulos financeiros envolvidos.

### 6.3. *Market claims* no mercado Internacional

O mercado internacional, inicialmente designado como euromercado, é o único na europa em que existe mais do que um CSD emissor para o mesmo título financeiro. Assim, os agentes de custódia de títulos financeiros podem ser participantes de um ICSD à sua escolha, de acordo com a sua conveniência. Esta característica faz com que seja possível que um agente de custódia possua os títulos de dois clientes em diferentes ICSDs. Para além desta especificidade, o facto de existirem dois ICSDs a emitirem o mesmo título financeiro permite que existam transações entre clientes representados através dos seus agentes de custódia em diferentes ICSDs.

Como demonstrado no quadro 13, as regras do mercado internacional determinam que existe uma auto compensação quando o negócio é transacionado entre dois clientes sob o mesmo ICSD (*Clearstream/Clearstream* ou *Euroclear/Euroclear*). Se o negócio for transacionado entre investidores que detêm os seus títulos em diferentes ICSDs (*Euroclear* e *Clearstream*), é necessário que a compensação seja iniciada por intermédio dos agentes de custódia, em representação dos seus clientes.

Se uma transação ocorrer de acordo com o descrito na figura 26 (entre dois investidores que detêm os seus títulos sob custódia no mesmo ICSD, por intermédio dos seus agentes de custódia), e se existir uma necessidade de compensação (por esse negócio apenas se liquidar após a RD e respeitar a regra do mercado internacional), existe uma auto compensação processada pelo ICSD respetivo a essa negociação, sendo ele a *Clearstream* ou a *Euroclear*. Os ICSDs processam auto compensações, quando necessárias, relativas a negócios transacionados dentro dos seus registos. A auto compensação irá processar-se da mesma forma que os processos representados nas figuras 16, 17, 18 e 19, determinando assim que a compensação seja levada a cabo pelos ICSDs do mercado.

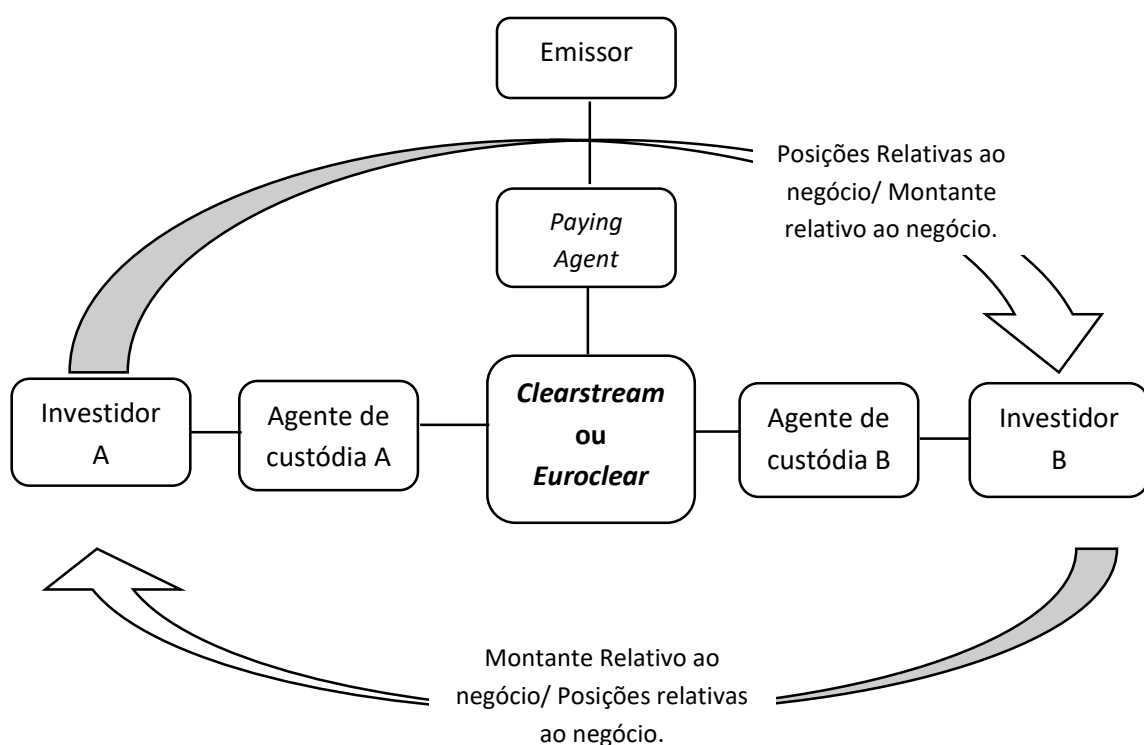


Figura 26 – Negociação entre dois investidores que detêm os seus títulos financeiros no mesmo ICSD, por intermédio do seu agente de custódia.

Se a transação ocorrer conforme a figura 27, ou seja, entre dois investidores que no final do segmento de intermediação detêm os títulos financeiros em ICSDs diferentes, existindo a necessidade de uma compensação devido à natureza das datas da transação, a mesma tem que ser iniciada diretamente pelos agentes de custódia envolvidos no negócio, como acontece nos exemplos relatados nas figuras 22, 23, 24 e 25.

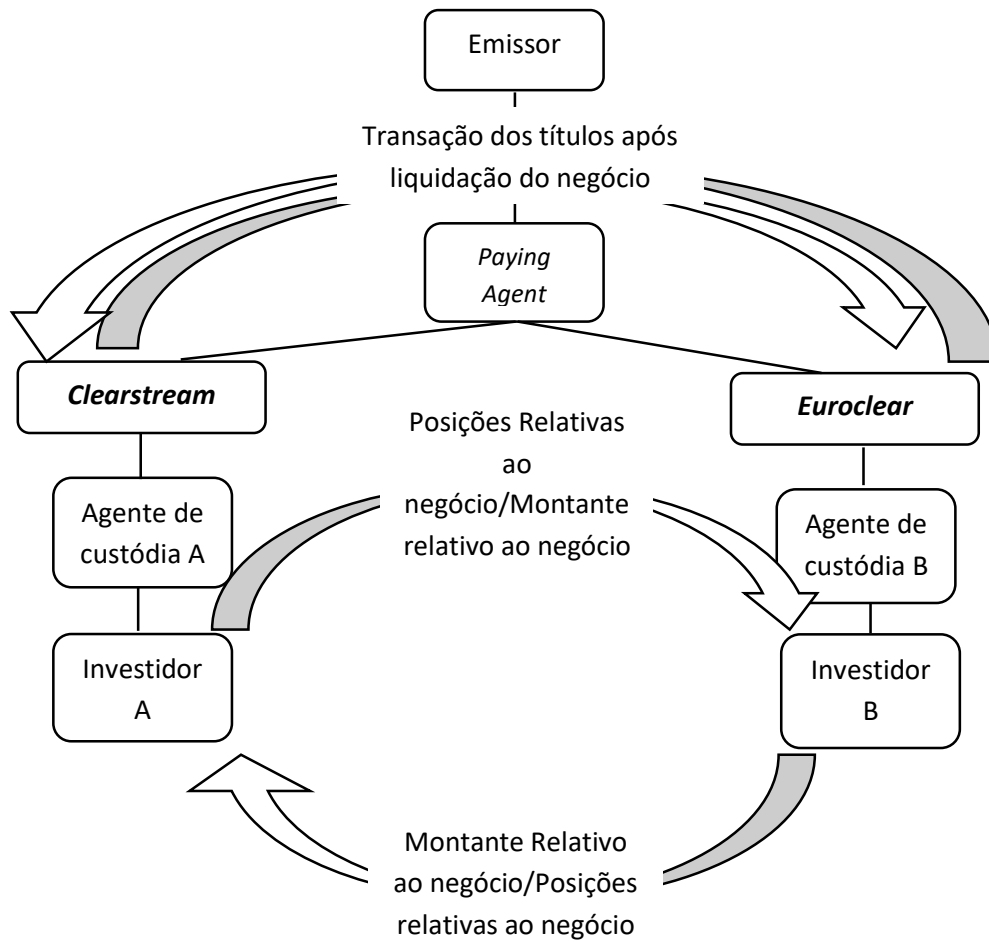


Figura 27 – Negociação entre dois investidores que detêm os seus títulos financeiros em ICSDs diferentes, por intermédio do seu agente de custódia.

#### 6.4. Reverse market claims

As *reverse market claims* são semelhantes às *market claims*, ou seja, têm como objetivo compensar uma contraparte envolvida num negócio que foi lesada num momento de distribuição de rendimentos. Porém, as *reverse market claims* têm algumas especificidades de processamento que as diferenciam das compensações comuns.

Até agora, observou-se sempre o processamento das *market claims* no sentido em que seria o vendedor que teria de devolver fundos ao comprador, caso tivesse sido indevidamente creditado, e o comprador a receber esses mesmos fundos. Nas *reverse market claims* ocorre o contrário, isto é, quem compra normalmente tem de devolver fundos e quem vende tem que os receber. Além desta especificidade, por norma os mercados não são auto compensados para este tipo de compensações,

sendo estas da inteira responsabilidade dos agentes de custódia de títulos financeiros. Nos exemplos que serão demonstrados irá assumir-se um negócio entre um investidor A e um investidor B, em que o primeiro é o vendedor e o segundo o comprador.

Exemplificamos este processo com recurso ao mercado italiano.

a) *Situação em que o vendedor envolvido num negócio tem que receber fundos associados à distribuição de dividendos e o comprador tem que os devolver:*

No caso da figura 28 é necessário iniciar uma *reverse market claim* porque o comprador receberia o dividendo relativo a essa distribuição de rendimentos sem ser elegível para o mesmo. Tal acontece porque à RD a transação já se havia liquidado e como tal o CSD por intermédio do agente de custódia do investidor B, já visualiza as posições na sua conta, emitindo a respetiva distribuição de dividendos consoante as posições que observa, tanto do lado do investidor A como do B. Porém, observando com atenção a ordem cronológica da figura 28, verifica-se que a *trade* não respeita as regras que vigoram para o mercado de ações italiano, isto é, a TD ocorre depois da XD. Como tal, as posições que haviam sido negociadas já tinham sido executadas sem o seu dividendo associado. Desta forma é necessário que os agentes de custódia envolvidos no negócio cheguem a um acordo, fazendo com que o investidor B devolva ao investidor A o valor que recebeu relativo às posições que foram transacionadas.

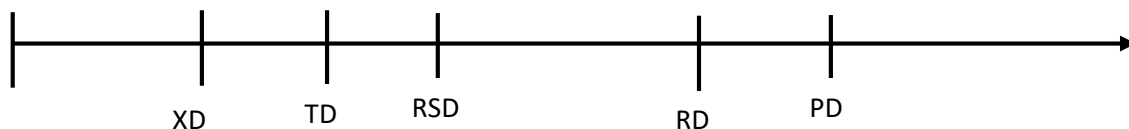


Figura 28 - Ordem cronológica das datas associadas a uma negociação de títulos e a uma distribuição de dividendos, em que ter de ser iniciada uma *reverse market claim* a favor do vendedor. Legenda: XD – Ex Date, TD – Trade Date, RSD – Real Settlement Date, RD – Record Date, PD – Pay Date

## 6.5. *Market claims* entre investidores que utilizam o mesmo agente de custódia

Quando existem *market claims* a serem iniciadas entre investidores que se fazem representar pelo mesmo agente de custódia, ocorre uma reconciliação dentro das contas de títulos e dinheiro que os investidores detêm junto do agente de custódia. Não obstante, as situações processam-se de forma

diferente, dependendo do mercado em questão, e do facto de este ser auto compensado ou não compensado.

- a) *Processamento de uma market claims entre clientes que se fazem representar pelo mesmo agente de custódia, num mercado auto compensado:*

Uma compensação decorrente de negócio no âmbito do mesmo CSD ou ICSD entre o investidor A e o investidor B relativo a um evento de distribuição de rendimentos num mercado (auto compensado), processa-se de acordo com o que se representa na figura 29.

No momento após a PD, o agente de custódia central verifica que é necessária uma compensação e como tal inicia um débito e um crédito, por intermédio do agente de custódia comum, respeitando as regras de mercado. Posteriormente, esse movimento é refletido pelos agentes de custódia de títulos nas contas dos seus clientes. Na prática, o balanço da conta de capitais do agente de custódia mantém-se igual pois regista um débito e um crédito. No entanto, o agente de custódia tem que refletir os movimentos feitos aos seus clientes nas suas contas pelo CSD, debitando a parte que deve ser debitada e creditando a parte que deve ser creditada.

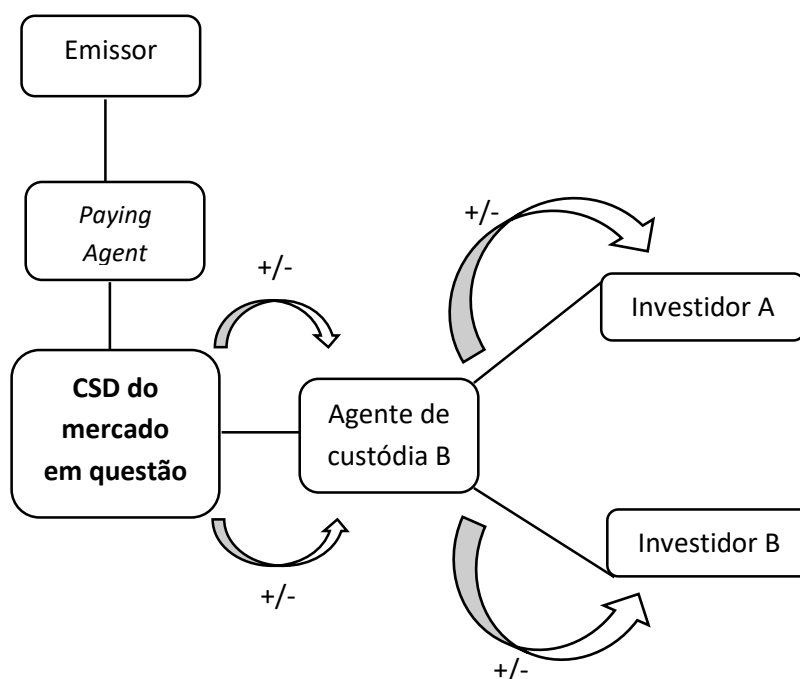


Figura 29 - Processamento de market claims entre clientes que se fazem representar pelo mesmo agente de custódia, em mercados auto compensados.

b) *Processamento de uma market claim entre clientes que se fazem representar pelo mesmo agente de custódia, num mercado não compensado:*

No caso representado na figura 30 (processamento de uma *market claim* num mercado não compensado, como é exemplo do mercado italiano), não há interferência por parte do CSD local. Como tal, a responsabilidade da execução dessa compensação é dos agentes de custódia de títulos financeiros. Estes, não sofrendo nenhum impacto nas suas contas por parte do CSD, limitam-se a debitar ou creditar os clientes envolvidos no negócio, consoante a definição das regras de mercado.

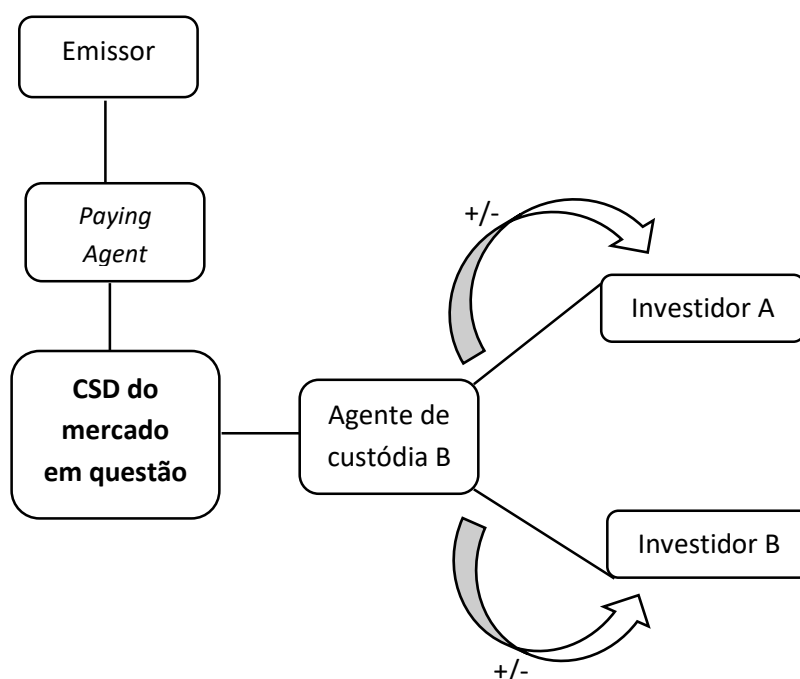


Figura 30- Processamento de market claims entre clientes que fazem representar pelo mesmo agente de custódia, em mercados não compensados.

## 6.6. Processamento de *market claims* quando existe uma ligação indireta ao CSD

Existem várias formas para os agentes de custódia de títulos financeiros, nomeadamente os globais, exercerem a sua atividade em nome dos seus clientes nos diversos mercados financeiros. Um agente de custódia global pode fazer-se representar nos mercados financeiros através de uma ligação ao CSD. No caso da ligação ser indireta, esta pode acontecer através de uma filial ou da contratação de um

*sub-custodian*. As formas como os agentes de custódia se fazem representar nos mercados financeiros também influencia o processamento de compensações.

No caso em que o agente de custódia de títulos financeiros detém uma ligação direta ao CSD, todas as compensações a executar, quer o mercado seja auto compensado ou não, processam-se da forma descrita nas secções 6.1 a 6.5, sendo que os exemplos aí apresentados ilustram casos em que existe uma ligação direta ao CSD. No entanto, nas situações em que os investidores se fazem representar por agentes de custódia de títulos financeiros que detém uma ligação indireta ao CSD (por intermédio de um *sub-custodian* ou de uma filial), e no caso de serem necessárias compensações, o processo é praticamente igual ao relatado para a situação em que a ligação é direta. Contudo, haverá mais um intermediário (*sub-custodian* ou filial) envolvido.

A figura 31 ilustra um caso de auto compensação entre investidores cujos agentes de custódia se encontram representados de forma indireta no CSD de um mercado. A compensação respeita o seu processo habitual, ainda que os movimentos não tenham um impacto direto nos agentes de custódia de títulos financeiros dos investidores envolvidos, refletindo-se numa primeira instância nos intermediários dos agentes de custódia (*sub-custodian* ou filial). Posteriormente, são refletidos nos próprios agentes de custódia, e só na última instância se observa o impacto nas contas dos investidores, que são creditados ou debitados consoante se trade de uma *market claim* em que têm que receber ou devolver fundos.

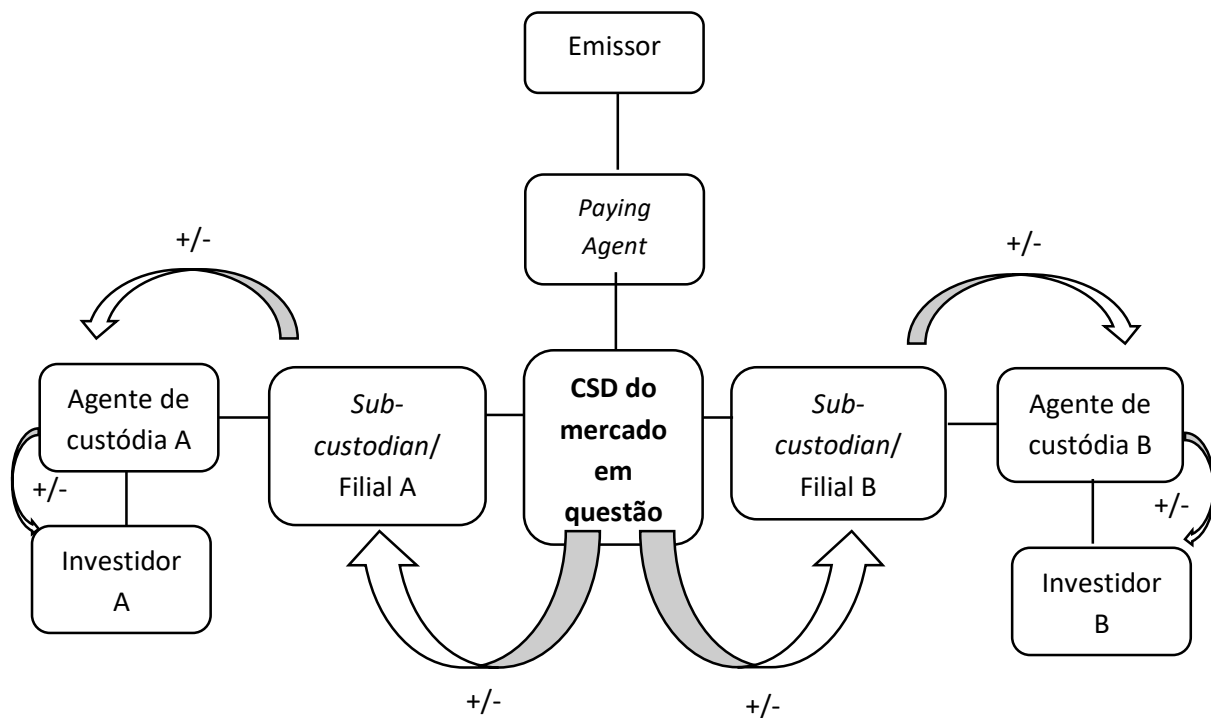


Figura 31 – Processamento de uma auto compensação quando não existe uma ligação direta ao CSD.

Importa referir que, independentemente do processamento das compensações, pode acontecer que um agente de custódia de um investidor envolvido num negócio possua uma ligação direta ao CSD, enquanto a outra parte possui uma ligação indireta. Esta especificidade não faz com o processamento ocorra de maneira diferente, levando a que simplesmente exista menos um intermediário no conjunto das interligações. O mesmo acontece caso os agentes de custódia se façam representar pelo mesmo *sub-custodian*, caso em que, para o *sub-custodian*, apenas se trata de processar uma *market claim* conforme o ponto 6.5. Tal não acontece no entanto ao nível do agente de custódia de títulos, uma vez que os investidores são representados por *custodians* diferentes.

De acordo com a figura 32, há apenas uma pequena diferença no que toca ao processamento de compensações nos mercados auto compensados e não compensados, nomeadamente quando os agentes de custódia de títulos financeiros possuem uma ligação indireta ao CSD. Nos mercados não compensados o processamento de compensações é da responsabilidade dos agentes de custódia de títulos, tal como acontece quando os *custodians* têm uma ligação direta ao CSD. Independentemente do número de intermediários envolvidos numa *market claim* num mercado não compensado, o



processamento irá decorrer do mesmo modo, quer os agentes de custódia possuam, ou não, uma ligação direta ao CSD.

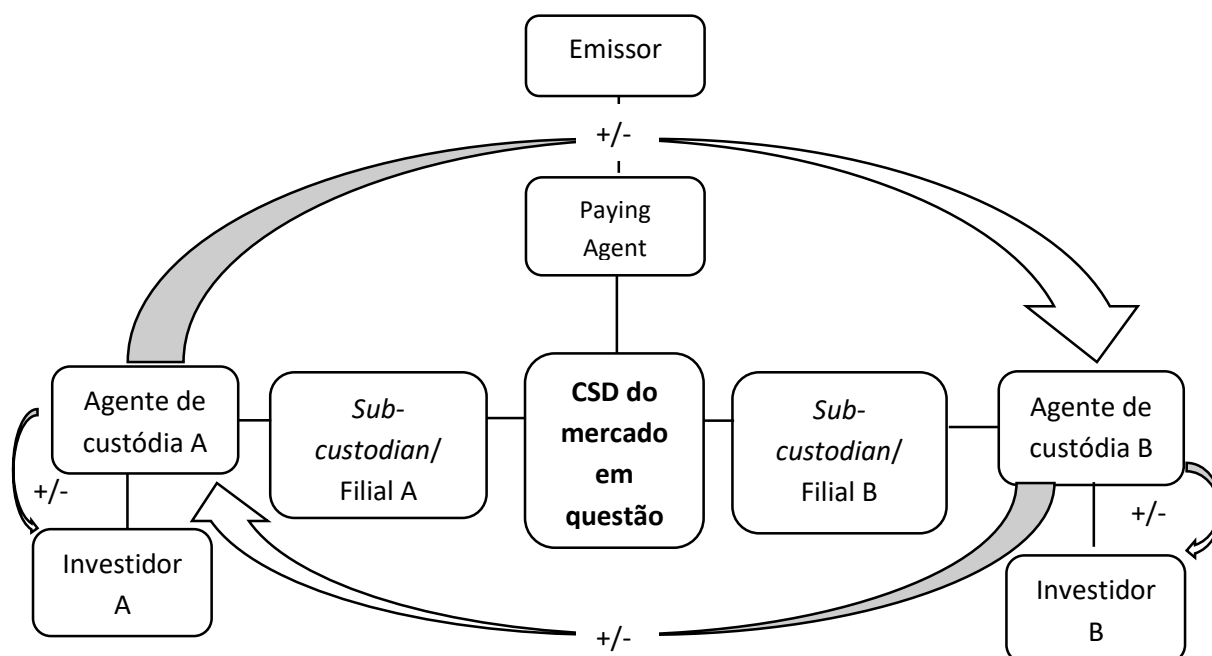


Figura 32 – Processo de market claims num mercado não compensado, quando não existe uma ligação direta ao CSD.

### 6.7. Papel dos agentes de custódia global no processamento de *market claims*

Os agentes de custódia de títulos financeiros representam um papel bastante importante no processamento das compensações dos seus clientes, quer estas aconteçam ou não em mercados auto compensados. Quando os mercados são auto compensados, apesar do processamento das compensações ser efetuado pelo CSD local, o agente de custódia tem que fazer uma reprodução aos clientes dos créditos e débitos que lhes são impostos pelo CSD. Apesar de não ter de existir nenhuma iniciativa por parte das contrapartes envolvidas quando um mercado é auto compensado, os agentes de custódia de títulos financeiros têm que garantir que todos os movimentos dos CSDs locais, ou dos *sub-custodians*, passam das suas contas para as contas dos seus clientes. Não obstante às auto

compensações, podem ocorrer erros de processamento por parte dos CSDs, devido a análise ineficiente por parte dos mesmos. Nestes casos, cabe ao agente de custódia, em representação dos seus clientes, ficar alerta para detetar estas situações, iniciando por sua própria iniciativa *market claims* em mercados auto compensados, sempre que existam falhas de auto compensação por parte dos seus principais responsáveis.

Além de todos os serviços prestados pelos agentes de custódia, descritos no capítulo 2, o serviço de *market claims* representa um serviço de valor acrescentado que os *custodians* fornecem aos seus clientes. É nos mercados não compensados que esta atividade tem maior expressão, pois é nestes que as compensações são da total responsabilidade dos agentes de custódia.

É importante referir que em todos os exemplos deste capítulo, houve referência a um investidor A (vendedor) e um investidor B (comprador). Contudo, o agente de custódia pode estar em qualquer dos lados do negócio. Se tem do seu lado um cliente que vendeu posições sobre um determinado título financeiro, pode ocorrer que aquando da distribuição de um rendimento tenha de devolver fundos à contraparte a quem vendeu os títulos. Caso tenha do seu lado um cliente que comprou posições a uma contraparte, pode haver a necessidade de recorrer a uma *market claim* para receber fundos associados a uma distribuição de juros ou dividendos que não lhe tenham sido pagos.

Com o desenvolvimento tecnológico e dos sistemas de informação fica por perguntar: porque é que não são os investidores a realizar as *market claims* por sua própria iniciativa ao invés de recorrerem a um serviço prestado pelo seu agente de custódia de títulos? O serviço de *market claims* é um serviço prestado pelos *custodians*, no âmbito do vasto leque de serviços que por si são prestados. As *market claims* são um tipo de serviço bastante específico associado à distribuição de rendimentos (ver figura 3, capítulo 2). Os investidores contratam este tipo de serviço aos agentes de custódia de títulos financeiros por várias razões:

a) *Especialização:*

Os agentes de custódia de títulos financeiros são especializados e conhecem muito bem os detalhes e regras relativos ao funcionamento dos mercados financeiros. Como vimos no capítulo 5 do presente relatório, os mercados diferem bastante entre si no que respeita a regras de elegibilidade para negociações que ocorram próximas de um evento de distribuição de rendimentos. O *know-how* que os *custodians* possuem sobre este tipo de especificidades faz com que consigam prestar um serviço eficaz e eficiente aos seus clientes.

---

b) *Boas relações institucionais e boa reputação:*

Devido à complexidade das ligações entre intermediários que ocorrem nos mercados de títulos financeiros, é possível observar um agente a assumir papéis diferentes em ocasiões distintas. Isto é, numa situação específica e num determinado mercado, um agente pode estar no papel de cliente de um agente de custódia de títulos financeiros, enquanto noutra ocasião pode agir como contraparte desse mesmo agente de custódia. Isto acontece porque os agentes de custódia de títulos financeiros, para exercerem a sua atividade em muitos mercados, recorrem a agentes de intermediação (como os *sub-custodians*), fazendo com que, nesses casos, a relação seja assumida como cliente-prestador de serviço. No entanto, pode também acontecer que, noutros mercados em que sejam ambos agentes de custódia ligados diretamente ao CSD, sejam contraparte um do outro para algumas transações. Esta particularidade faz com que se estabeleçam relações de prestígio entre as instituições e que estas relações se tornem numa mais-valia para os agentes de custódia de títulos financeiros quando processam *market claims*, pois possuem mais facilidade de comunicação entre os agentes envolvidos. Além deste facto, os agentes de custódia de títulos financeiros também possuem uma base de contactos que resulta destas relações. Como as *market claims* assentam no pressuposto de uma compensação que tem de ser acordada entre as contrapartes envolvidas, todos os fatores relacionais são fundamentais para que os processos decorram de forma eficaz e célere.

c) *Risco operacional:*

Uma vez que as *market claims* envolvem processos associados à distribuição de rendimentos, sob a forma de capital, existe sempre um risco operacional associado. O grande volume de processos que ocorrem quando existe a distribuição de um juro ou de um dividendo exige uma gestão operacional adequada. Se os investidores iniciassem as *market claims* por sua própria iniciativa, estariam sempre associados ao risco operacional que essas compensações implicam, como seja a má análise das regras de um determinado mercado que leva a uma transação incorreta dos fundos. Poderia até acontecer que os investidores cometessem erros no processamento das transferências de capital para outras instituições. Ao contratar o serviço de *market claims*, o risco operacional é transferido para o agente de custódia de títulos financeiros, ficando o mesmo responsável por eventuais anomalias no processamento das compensações.

d) *Liquidez:*

Como já foi referido, as *market claims* envolvem operações relacionadas com capital. Os agentes de custódia de títulos financeiros, especialmente os *global custodians*, são instituições financeiras de grande dimensão, suportadas pelos grandes bancos internacionais. Este facto faz com que estes

agentes tenham ao seu dispor montantes de liquidez que dificilmente estão disponíveis para o investidor comum. Assim, a contratação de serviços de distribuição de rendimentos e de compensações (atividades que necessitam de uma razoável disponibilidade financeira para decorrerem da forma mais eficaz possível) beneficia da facilidade de acesso ao capital, bem como a divisas, que os *custodians* possuem.

Todos estes fatores justificam a eficiência proporcionada pelos agentes de custódia de títulos financeiros no tratamento de *market claims*. A qualidade do valor acrescentado por estes serviços pode determinar a escolha de um investidor no que respeita agentes de custódia de títulos. Por isso, os serviços de valor acrescentado (que diferem do *core* dos *securities services*) são tão importantes como os serviços que constituem o leque principal prestado por um *custodian* aos seus clientes.

### 6.8. O projeto T2S e sua influência no processamento de *market claims*

Segundo o Banco Central Europeu (2016), o projeto *TARGET2-Securities* é um dos maiores projetos a nível de infraestruturas financeiras alguma vez desenvolvido pelo Eurosistema. Este projeto consiste na criação de uma plataforma de *settlement* comum a todos os CSDs participantes, que visa beneficiar a indústria europeia de serviços *post-trading*. Pretende-se que esta plataforma proporcione um sistema de prestação de serviços de liquidação de títulos para CSDs europeus (e para os utilizadores finais, por intermédio dos CSDs).

A plataforma tem os seguintes objetivos principais (Banco de Portugal, 2016):

- a) integração dos mercados de títulos da União Europeia,
- b) realização de ganhos de harmonização e de eficiência,
- c) aproveitamento de sinergias,
- d) redução de custos no *post-trading*,
- e) redução de custos de liquidação em transações de títulos *cross-border*.

O projeto T2S insere-se no objetivo mais vasto de harmonização e integração dos mercados de títulos financeiros na União Europeia. Esta iniciativa irá normalizar vários processos nos mercados europeus de títulos financeiros. Esta, e todas as iniciativas promotoras da harmonização de procedimentos no âmbito dos mercados financeiros, a nível europeu ou a nível mundial, influenciam diretamente a execução dos serviços prestados pelos *custodians*, melhorando a eficiência e eficácia dos mesmos.

Pode eventualmente vir a acontecer que a tendência observada na União Europeia seja replicada noutros contextos e que no futuro todos os mercados se tornem auto compensados. Se tal acontecer, os agentes de custódia deixam de ter de prestar um serviço de *market claims* aos clientes que realizem transações nos mercados abrangidos. De momento, existe uma boa probabilidade de tal acontecer nos países abrangidos pelo projeto T2S. Neste caso, os agentes de custódia apenas terão que refletir nas contas dos seus clientes os movimentos processados pelos CSDs locais nas respetivas contas de participante.

---

## 7. CONCLUSÕES

Este relatório de estágio descreve e contextualiza os procedimentos desenvolvidos no âmbito do estágio realizado na delegação do BP2S, em Lisboa, durante o período de 12 meses (de setembro de 2015 a agosto de 2016). Foi nosso principal objetivo integrar e acompanhar toda a atividade desenvolvida por uma equipa de distribuição de rendimentos no seio de uma instituição financeira, e fazer a descrição dos princípios e métodos sobre os quais se realiza a distribuição de rendimentos nos mercados financeiros. O balanço pessoal do trabalho desenvolvido é bastante positivo e gratificante, uma vez que foi possível acompanhar grande parte da atividade desenvolvida no segmento de *post-trading*.

Na perspetiva adotada neste relatório, os mercados financeiros podem dividir-se em dois grandes segmentos: *trading* e *post-trading*. Apesar de obviamente interligados, o papel e as funções de cada segmento são bastante diferentes. Tudo o que acontece no âmbito do *trading* diz respeito a ações que envolvem um negócio entre duas partes, vendedores e compradores, e as comissões aplicadas aos negócios executados. O *post-trading*, por sua vez, está associado a todo o tipo de serviços relativos à manutenção e gestão dos títulos financeiros detidos pelos investidores. Metaforicamente, pode comparar-se o *trading* e o *post-trading* financeiro ao que acontece no mercado imobiliário. O *trading* representaria as agências imobiliárias, cuja função é reunir vendedores e compradores, aplicando uma comissão sobre os negócios que possam vir a ocorrer. Ao *post-trading* estariam associadas todas as restantes instituições com intervenção direta num processo de compra e venda de um imóvel, como por exemplo: bancos, registo predial, autarquias, etc.

À semelhança do que acontece com os seres vivos, também os títulos financeiros passam por várias fases ao longo da sua “vida”. Nascerem, crescerem, multiplicam-se, dividem-se, ganham maturidade e, na sua maior parte, deixam de existir. Todas as fases do período de existência de um título financeiro, seja ele uma ação ou uma obrigação, necessitam de um acompanhamento próximo. Os serviços de *post-trading* oferecem respostas ajustadas e adequadas a todos os processos inerentes aos diferentes momentos da vida de um título.

Quando um investidor adquire um título financeiro, tem quase sempre como objetivos lucrar com a volatilidade dos preços e receber os potenciais benefícios na forma de juros ou dividendos. A distribuição de rendimentos é um fator essencial na rentabilidade de um título, podendo influenciar a estratégia de investimento de um investidor. Os eventos de distribuição de rendimentos são uma das responsabilidades das instituições financeiras que prestam custódia de títulos financeiros aos seus

clientes, uma vez que é através das mesmas que os emissores distribuem rendimentos, aos seus investidores. Estes eventos inserem-se na gama de serviços de *post-trading*.

Além da importante rede de interligações que determinam o percurso de um determinado rendimento do seu emissor até ao investidor final, existem regras e metodologias que definem se um investidor é elegível para receber qualquer tipo de rendimento. Um investidor pode possuir um número de títulos constante ao longo do tempo, ou pode realizar vários movimentos de compra ou de venda provocando oscilações no seu *portfolio*. O primeiro caso não carece de muita análise. Uma vez que o investidor mantém uma posição fixa sobre os títulos financeiros, é automaticamente elegível para possíveis distribuições de rendimentos. No segundo caso terá que ser feita uma análise mais profunda, uma vez que existem regras que determinam qual das contrapartes envolvidas num negócio é elegível para receber rendimentos relativos às posições transacionadas.

Um dos objetivos deste relatório de estágio foi precisamente ilustrar o percurso que uma distribuição de rendimentos percorre até ao investidor que a eles tem direito, enunciando as regras que vigoram para cada um dos mais importantes mercados. O relatório esclarece também o papel que as compensações, ou *market claims*, possuem no reajustamento de distribuições de rendimentos que tenham ocorrido da forma errada, demonstrando através de exemplos genéricos a forma como se processam. Descrevemos igualmente as razões que consubstanciam a importância da custódia de títulos financeiros no universo do *post-trading*, bem como a sua evolução ao longo das últimas décadas e ainda os métodos e processos relativos a uma distribuição de rendimentos e a compensações de mercado.

O carácter de constante evolução que se observa na atividade de custódia de títulos financeiros faz com que seja imprescindível acompanhar todas as dinâmicas que possam traduzir-se em alterações ao funcionamento dos mercados financeiros, nomeadamente no que diz respeito às regras de elegibilidade que neles vigoram. Projetos de harmonização como o T2S geram reajustamentos e sincronizações dos princípios que regem um mercado, traduzindo-se por vezes em mudanças bastante significativas. Contudo, o conhecimento das principais estruturas, bem como dos detalhes específicos dos principais mercados, facilita o acompanhamento e compreensão das alterações que inevitavelmente acontecerão nesta área. Esperamos que o presente relatório, onde procurámos informar sobre detalhes operacionais que normalmente não são objeto de atenção nos manuais sobre o funcionamento dos mercados financeiros, possa contribuir para consolidar conhecimentos e facilitar a compreensão das dinâmicas que venham a ser observadas.

Como nota final, referimos as principais limitações encontradas ao longo da redação do relatório, e que se prendem principalmente com a escassez de literatura sobre os temas abordados e com a

necessidade de respeitar cláusulas de confidencialidade inerentes ao estágio, que impediram por exemplo o recurso a exemplos reais como suporte na explicação de alguns procedimentos.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abrantes, António.** 1999. «A internacionalização empresarial numa economia mundializada». *Millenium - Revista do Insituto Politécnico de Viseu*: 20. [http://repositorio.ipv.pt/bitstream/10400.19/881/1/A\\_internacionaliza%C3%A7%C3%A3o\\_empresarial.pdf](http://repositorio.ipv.pt/bitstream/10400.19/881/1/A_internacionaliza%C3%A7%C3%A3o_empresarial.pdf).
- ACG.** «Members». [http://www.acgcsd.org/acg\\_01-08.aspx](http://www.acgcsd.org/acg_01-08.aspx) (20 de Abril de 2016).
- ACSDA.** «Members». <http://www.acsda.org/en/members> (20 de Abril de 2016).
- AECSA.** «Members». <http://aecd.org/en/aecd/members/> (20 de Abril de 2016).
- AMEDA.** «Members». <http://www.ameda.org.eg/Members> (20 de Abril de 2016).
- Banco Central Europeu.** «About T2S». <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/index.en.html> (20 de Junho de 2016).
- Banco Central Europeu, e Committe of European Securities Regulators.** 2009. «Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union». (May): 1–74. <https://www.ecb.europa.eu/paym/pol/secover/escbcesr/html/index.en.html>.
- Banco de Portugal.** «T2S (TARGET2-Securities)». <http://www.bportugal.pt/pt-pt/pagamentos/t2starget2securities/Paginas/inicio.aspx> (20 de Junho de 2016).
- Bank for International Settlements.** 2012. «Payment, clearing and settlement systems in United States». : 471–508. [https://www.bis.org/cpmi/publ/d105\\_us.pdf?](https://www.bis.org/cpmi/publ/d105_us.pdf?)
- Bank for International Settlements, e International Organization of Securities Commissions.** 2001. «Recommendations for Securities Settlement Systems.» <http://www.bis.org/cpmi/publ/d46.htm>.
- BNP Paribas Securities Services.** 2015. «2014 Financial Information.» [http://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/portal/files/contributed/files/A propos de.../Financial brochure 2015 for 2014.pdf](http://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/portal/files/contributed/files/A%20propos%20de.../Financial%20brochure%202015%20for%202014.pdf).
- Braeckvelt, Francis.** 2006. «Clearing, settlement and depository issues». *BIS Papers* 30(30): 284–332.
- CBS News.** 2006. «Bank Of New York To Merge With Mellon». : 1. <http://www.cbsnews.com/news/bank-of-new-york-to-merge-with-mellon/> (20 de Maio de 2016).
- Chan, Diana, Florence Fontan, Simonetta Rosati, e Daniela Russo.** 2007. «The securities custody industry». *European Central Bank - Occasional Paper Series* (68). <http://ideas.repec.org/p/ecb/ecbops/20070068.html>.
- Clarksons Platou Securities AS.** 2016. «Standard Settlement Instructions - Securities | May 2016». (May): 1–7.

[http://securities.clarksons.com/~media/Files/PlatouMarkets/Settlement Instructions/CPS\\_OSLO\\_-\\_Global\\_Settlement\\_Instructions.pdf](http://securities.clarksons.com/~media/Files/PlatouMarkets/Settlement%20Instructions/CPS_OSLO_-_Global_Settlement_Instructions.pdf).

**Clearstream.** 2011a. «Entitlement Compensation Rules - Hong Kong». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/asia-pacific/hong-kong/entitlement-compensation-rules---hong-kong/7208> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2011b. «Entitlement Compensation Rules - International». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/international/entitlement-compensation-rules---international/6488> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2011c. «Entitlement Compensation Rules - Singapore». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/asia-pacific/singapore/entitlement-compensation-rules---singapore/7284> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2011d. «Entitlement Compensation Rules - Spain». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/europe-t2s/spain/entitlement-compensation-rules---spain/8970> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2011e. «Entitlement Compensation Rules - U.S.A.» <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/americas/united-states-of-america/entitlement-compensation-rules---u-s-a-/6680> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2011f. «Entitlement Compensation Rules - UK». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/europe-non-t2s/united-kingdom/entitlement-compensation-rules---uk/7322> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2014a. «Entitlement Compensation Rules - Belgium». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/europe-t2s/belgium/entitlement-compensation-rules---belgium/7108> (17 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2014b. «Entitlement Compensation Rules - Netherlands». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/europe-t2s/netherlands/entitlement-compensation-rules---netherlands/7520> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2015a. «Entitlement Compensation Rules - France». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/europe-t2s/france/entitlement-compensation-rules---france/6864> (18 de Maio de 2016).

**Clearstream.** 2015b. «Entitlement Compensation Rules - Introductory and explanatory information». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/entitlement-compensation-rules---introductory-and-explanatory-information/10092> (5 de Maio de 2016).

- Clearstream.** 2015c. «Entitlement Compensation Rules - Italy». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/europe-t2s/italy/entitlement-compensation-rules---italy/6404> (18 de Maio de 2016).
- Clearstream.** 2015d. «Entitlement Compensation Rules - Portugal». <http://www.clearstream.com/luxcsd-en/products-and-services/market-coverage/europe-t2s/portugal/entitlement-compensation-rules---portugal/7062> (18 de Maio de 2016).
- Clearstream.** «About Clearstream». <http://www.clearstream.com/clearstream-en/about-clearstream> (26 de Abril de 2016).
- Clearstream - Deutsche Borse Group.** 2016. «Compensation Handbook - Corporate Action Transaction Management for Customers of Clearstream Banking AG, Frankfurt». : 116.  
<http://www.clearstream.com/blob/10736/5f6be44d9e869a8f5331c60d9bab6983/compensation-handbook-cata-en-data.pdf>.
- ECB - T2S Advisory Group.** 2013. «T2S Corporate Actions Standards - Market Claims.»  
<https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progress/pdf/subcorpact/20130516-t2s-market-claim-standards-ag-approved-march.pdf?c9ff3488f7660466f76ce5001da27606>.
- Jornal Económico.** 2016. «Financial Times: Lisboa é alternativa low-cost a Londres e Nova Iorque».  
[http://economico.sapo.pt/noticias/financial-times-lisboa-e-alternativa-lowcost-a-londres-e-nova-iorque\\_251694.html](http://economico.sapo.pt/noticias/financial-times-lisboa-e-alternativa-lowcost-a-londres-e-nova-iorque_251694.html) (21 de Junho de 2016).
- ECSDA.** «Members». <http://ecsda.eu/about/members> (20 de Abril de 2016).
- European Central Securities Depositories Association.** 2015. «CSD Factbook 2014.» [http://ecsda.eu/wp-content/uploads/2014\\_CSD\\_Factbook.pdf](http://ecsda.eu/wp-content/uploads/2014_CSD_Factbook.pdf).
- G30, e ISSA.** 1999. «G30 / ISSA Recommendations : 1998 / 1999 Status Review.»  
<http://www.issanet.org/e/3/special-rep.html>.
- Global Custodian.** «Agent Banks». [http://www.globalcustodian.com/directories/Agent\\_Banks/](http://www.globalcustodian.com/directories/Agent_Banks/) (18 de Maio de 2016b).
- Global Custodian.** «Global Custodians». : 1. [http://www.globalcustodian.com/directories/Global\\_Custodians/](http://www.globalcustodian.com/directories/Global_Custodians/) (18 de Maio de 2016a).
- Global Investor Magazine.** 2015. «Sub-custody guide: Brazil».  
<http://www.globalinvestormagazine.com/Article/3430205/Sub-custody-guide-Brazil.html> (29 de Abril de 2016).
- Globalcustody.net.** «BNP Paribas Securities Services». <http://www.globalcustody.net/bnp-paribas-securities-services-global/> (10 de Abril de 2016a).

**Globalcustody.net.** «Central Securities Depository».

[http://www.globalcustody.net/Central\\_securities\\_depository/](http://www.globalcustody.net/Central_securities_depository/) (20 de Abril de 2016b).

**International Securities Association for Institucional Trade Communication.** 2012. «Compensation Claims Guidelines and Best Practices.» [http://www.isitc.org/market\\_practice/claims-and-compensation/](http://www.isitc.org/market_practice/claims-and-compensation/).

**International Securities Services Association.** 1992. «Report on Global Custody Risks.»

<http://www.issanet.org/pdf/GlobCustRisk-92.pdf>.

**Investopedia.** «Record Date». <http://www.investopedia.com/terms/r/recorddate.asp> (5 de Julho de 2016a).

**Investopedia.** «What do T+1, T+2 and T+3 mean?» <http://www.investopedia.com/ask/answers/03/061303.asp> (22 de Abril de 2016b).

**Krijgsman, P.** 1994. «A Brief History – IPMA’s role in harmonising international capital markets, 1984-1994.»

[http://www.ipma.org.uk/pdfs/History of IPMA.PDF](http://www.ipma.org.uk/pdfs/History%20of%20IPMA.PDF).

**Loader, David.** 2014. «Clearing, Settlement and Custody. ed. Elsevier. New York.»

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780080983332000050>.

**McGill, Ross, e Naren Patel.** 2008. «Global Custody and Clearing Services.» PALGRAVE MACMILLAN.

**Munjial, Bharti.** 2013. «Emerging Trends and The Future of Global Custody Services». *TCS BANCS Research Journal* (3): 52. <http://www.tcs.com/offering/bancs/Collaterals/White-Papers/TCS-BaNCS-Research-Journal-Issue-3-0713-1.pdf>.

**Office of the Comptroller of the Currency - U.S. Department of the treasury.** 2002. «Custody Services: Comptroller’s Handbook.» <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/index-comptrollers-handbook.html>.

**Organisation for Economic Co-operation and Development.** «INVESTMENT STRUCTURES AND INCOME FLOWS - Current environment and associated issues.» <https://www.oecd.org/ctp/treaties/39252312.pdf>.

**Parlamento Europeu, e Conselho da União Europeia.** 2014. «Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) N». *Jornal Oficial da União Europeia*: 72. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909&from=EN>.

**Purcell, Patrick, e Jennifer Staman.** 2008. «Summary of the Employee Retirement Income Security Act ( ERISA )». *Washington, DC: Congressional Research Service*.

**Russo, D., T. Hart, M. C. Malaguti, e C. Papathanassiou.** 2004. «Governance of Securities clearing and settlement systems». *European Central Bank - Occasional Paper Series* 21: 45.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp21.pdf?42a03eb92b1f33dd0d75198d39c51b86>.

**Sandroni, Paulo.** 1999. «Novíssimo Dicionário de Economia».

**Schmiedel, Heiko, Markku Malkam, e Juha Tarkka.** 2002. «Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems». *Journal of Banking & Finance*, 30, 6, June 2006: 1783-1806: 38.

[http://www.suomenpankki.fi/en/julkaisut/tutkimukset/keskustelualoitteet/pages/dp2002\\_26.aspx](http://www.suomenpankki.fi/en/julkaisut/tutkimukset/keskustelualoitteet/pages/dp2002_26.aspx).

**Simmons, M.** 2002. «Securities operations: a guide to trade and position management.»

<http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Securities+Operations#1>  
<http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Securities+operations#1>  
[http://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=\\_vAVps\\_1K7MC&oi=fnd&pg=PR7&dq=Securiti](http://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=_vAVps_1K7MC&oi=fnd&pg=PR7&dq=Securiti).

**SIX Securities Services.** 2015. «User Guide SIX x-clear Ltd - Euroclear Bank.» <http://www.six-securities-services.com/dam/downloads/clearing/country-user-guides/xcl-705-ug-euroclear-bank-en.pdf>.

**The Asian Banker.** 2010. «Custodians by Assets Under Custody (AUC)».

<http://financialmarkets.theasianbanker.com/custodians-by-assets-under-custody> (25 de Maio de 2016).