

As garantias financeiras nas insolvências internacionais – Parte I

JOÃO DIAS LOPES

SUMÁRIO: *Parte I. I – Introdução. II – Normas de conflitos gerais e normas de conflitos especiais em matéria de insolvência. III – Lei aplicável à constituição de garantias financeiras: A. Determinação da lei aplicável: 1. Valores mobiliários escriturais: (a) A regra PRIMA e o artigo 21.º RGF; (b) Garantias constituídas no quadro de sistemas de liquidação ou de pagamento; (c) Interpretação do artigo 41.º CVM em conformidade com a regra PRIMA; 2. Valores mobiliários titulados; 3. Numerário; 4. Créditos decorrentes de empréstimos bancários; B. Âmbito do RGF e aplicação a garantias constituídas ao abrigo de lei estrangeira; C. As matérias reguladas pela lei aplicável. IV. Conclusão. Parte II. V. Lei aplicável aos efeitos da insolvência sobre garantias financeiras: A. Regime geral de direito interno; B. Regulamento Europeu da Insolvência (EIR 2015): 1. Artigo 8.º EIR 2015 (direitos reais de terceiros); 2. Artigo 9.º EIR 2015 (compensação); C. CIRE: 1. Numerário e créditos; 2. Valores mobiliários; 3. Operações de venda com base em recompra; 4. Compensação; D. Regime especial de saneamento e liquidação de entidades financeiras (RLIC): 1. Direitos reais de terceiros; 2. Compensação e netting; 3. Acordos de recompra (repurchase agreements); 4. Instrumentos financeiros: (a) Valores mobiliários; (b) Transações em mercado regulamentado; E. Regras especiais aplicáveis a sistemas de pagamento, liquidação ou mercados financeiros: 1. EIR 2015; 2. CIRE e artigo 285.º CVM.*

RESUMO: O regime jurídico das garantias financeiras confere diversas vantagens aos beneficiários deste tipo de garantias que não são permitidas ao abrigo do regime geral. A certeza quanto à aplicação dessas regras especiais é por isso um elemento fundamental para determinar a eficácia das garantias prestadas e para avaliar corretamente o risco das operações financeiras. No entanto, nas operações com elementos de conexão internacional, a determinação da lei aplicável às garantias financeiras prestadas e aos efeitos da insolvência sobre as mesmas pode suscitar diversas dificul-

* Advogado em PLMJ Advogados, SP, RL. As opiniões expressas no presente texto são estritamente pessoais.

RDS XI (2019), 3-4, 627-662

dades. O presente estudo analisa nesta primeira parte as principais normas nacionais e europeias relevantes para a determinação da lei aplicável à constituição de garantias financeiras.

ABSTRACT: The legal regime for financial collateral in Portugal provides several benefits to the beneficiaries of this type of guarantees that are not accessible under the general rules. Certainty regarding the application of these special rules is therefore a fundamental element in determining the effectiveness of the guarantees provided and correctly assessing the risk of financial transactions. However, in transactions with an international connection, the determination of the law applicable to the proprietary aspects and perfection of financial guarantees or to the effects of insolvency on such guarantees is not always clear. The present study analyzes in this first part the main Portuguese and European rules for the determination of the applicable law to the creation of financial collateral.

I – Introdução

O regime jurídico das garantias financeiras (“RGF”)¹ confere diversas vantagens aos beneficiários deste tipo de garantias que não são permitidas ao abrigo do regime geral, tendo como objetivo aumentar a eficácia e segurança jurídica deste tipo de garantias, nomeadamente as disposições que poderiam constituir um obstáculo à execução da garantia ou que sejam suscetíveis de gerar incertezas em relação à validade dessas garantias e de algumas cláusulas associadas às mesmas (v. Considerando 5 da Diretiva 2002/47/CE). Essas vantagens referem-se tanto à facilidade de constituição e de execução das garantias prestadas, como às proteções de que beneficiam em caso de insolvência, possibilitando que o credor beneficie de uma proteção acrescida do crédito garantido, reduzindo o risco da operação e, nessa medida, permitindo menores custos para a contraparte.

No que respeita à facilidade de constituição e de execução das garantias financeiras, quer na modalidade de penhor financeiro ou como de alienação fiduciária em garantia², o RGF confere designadamente as seguintes vantagens

¹ Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de maio (alterado pelo Decreto-Lei n.º 85/2011, de 29 de junho, que transpôs a Diretiva n.º 2009/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Maio de 2009). O RGF transpôs a Diretiva 2002/47/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho de 2002, relativa aos acordos de garantia financeira (“Diretiva 2002/47/CE”), a qual estabelece um regime harmonizado na União Europeia para a prestação de garantias financeiras e que desaplica determinadas regras dos regimes nacionais em matéria de insolvência.

² Figura que foi assim expressamente consagrada pelo legislador e obstando desse modo a posições contrárias quanto à sua validade à luz da lei portuguesa.

face ao regime geral das garantias: (i) direito de disposição sobre o objeto da garantia, exceto no caso de créditos sobre terceiros (artigos 9.º e 10.º RGF); (ii) direito de venda ou apropriação do objeto da garantia, procedendo à execução da garantia e fazendo seu o objeto da mesma (artigo 11.º RGF), afastando deste modo a proibição do pacto comissório prevista no Código Civil (artigo 694.º CC); (iii) consagração expressa das cláusulas de vencimento antecipado e de compensação (*close-out netting*) (artigo 12.º RGF).

Quanto às proteções de que as garantias financeiras beneficiam em caso de insolvência, são de destacar: (i) o afastamento da “*zero hour rule*”, assegurando a validade das garantias prestadas no dia da abertura de processo de liquidação ou da adoção de medida de saneamento, antes de proferido despacho, sentença ou decisão equivalente (artigo 17.º RGF); (ii) a eficácia das garantias financeiras em caso de processo de liquidação ou adoção de medidas de saneamento relativamente ao prestador ou beneficiário da garantia (artigo 18.º RGF), permitindo a execução da garantia fora do processo de insolvência e afastando o regime da resolução em benefício da massa insolvente previsto no CIRE (artigos 120.º e ss. CIRE)³; (iii) validade e eficácia das cláusulas de vencimento antecipado e compensação (p. ex., *close-out netting*).

O regime privilegiado de que beneficiam as garantias financeiras é contrabalançado pela limitação dos sujeitos que podem ser beneficiários e prestadores destas garantias⁴, mas também em função de elementos objetivos, como os bens que podem ser objeto da garantia⁵ e a natureza das obrigações garantidas⁶, elementos estes cuja verificação é essencial para assegurar a aplicação do RGF. A estes elementos materiais acresce um conjunto de requisitos mínimos, como a exigência de desapossamento (artigo 6.º RGF) e a exigência de documento escrito (ou forma juridicamente equivalente) (artigo 7.º RGF).

Em face das vantagens que as garantias financeiras conferem ao beneficiário, designadamente em caso de insolvência do devedor ou garante, bem como dos requisitos subjetivos e objetivos necessários para a qualificação da garantia como financeira, a certeza e a previsibilidade quanto à aplicação do RGF são

³ Sem prejuízo de não serem ressalvados os atos fraudulentos (artigo 19.º RGF).

⁴ Sendo de destacar que as pessoas coletivas, que não pertençam às categorias previstas nas als. a) a e) do artigo 3.º/1 RGF, apenas podem ser prestadoras ou beneficiárias de garantias financeiras que tenham como contraparte uma das pessoas referidas nas als. a) a d), cfr. artigo 3.º RGF.

⁵ Numerário (dinheiro depositado em conta bancária), instrumentos financeiros ou créditos sobre terceiros (decorrentes de empréstimo de instituições de crédito), cfr. artigo 5.º RGF.

⁶ Obrigações abrangidas por um contrato de garantia financeira cuja prestação consista numa liquidação em numerário ou na entrega de instrumentos financeiros, cfr. artigo 4.º RGF.

fundamentais aquando da estruturação do financiamento e da constituição da respetiva garantia⁷.

As garantias financeiras são frequentemente prestadas num contexto transnacional, sendo precisamente nestas situações com conexão internacional⁸ que a aplicação do RGF e das proteções aí previstas em caso de insolvência pode tornar-se mais complexa, perante a eventual aplicação de vários ordenamentos jurídicos a diferentes aspetos da relação jurídica estabelecida entre as partes.

⁷ Sobre as garantias financeiras, ver na doutrina nacional ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “O penhor financeiro e a alienação fiduciária em garantia no processo de insolvência”, in *Estudos de Direito da Insolvência*, 2019, pp. 79 e ss.; ANTÓNIO PEDRO A. FERREIRA, “Breve apontamento sobre o contrato de garantia financeira e suas modalidades”, *Revista de Direito Civil*, 2016, 2, 307-358; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, 6.ª ed., 2016, pp. 820-842; LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *Direito das Garantias*, 2019; LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, 3.ª ed.; idem, “A Directiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6/6/02 (Alterada pela Directiva 2009/44/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6/5/09) Relativa aos Acordos de Garantia Financeira Ou os Primeiros Passos na Harmonização do Direito Europeu das Garantias Mobiliárias”, in *BFDUC*, vol. LXXXV, 2009, pp. 693-723; idem, “Os contratos de garantia financeira. O dealbar do Direito Europeu das Garantias Mobiliárias”, in *Estudos em honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, 2008, pp. 1275-1305; idem, “Do reporte como função de crédito e garantia”, in *AAVV., Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, vol. III, 2007, pp. 10; ANA SOFIA SILVA, “Da oponibilidade da compensação em caso de insolvência de instituições de crédito”, *Cadernos O Direito*, I, 2014; SÉRGIO SARAIVA DIREITO, “O close-out netting nos acordos de penhor financeiro”, in *Revista da Banca*, n.º 75, 2013, pp. 51; JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros. Direito Europeu e Português*, I, 4.ª ed., 2013, pp. 217-251; CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “A alienação da propriedade em garantia – uma perspetiva prudente”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes*, I, 2011, pp. 311; CATARINA MONTEIRO PIRES, *Alienação Fiduciária em Garantia*, 2010; DIOGO MACEDO GRAÇA, *Os contratos de garantia financeira*, 2010; MARGARIDA COSTA ANDRADE, “O penhor financeiro com direito de disposição de valores mobiliários”, in *ROA Jan./Dez.* 2010, pp. 351-393; JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *Contratos comerciais*, 2009, pp. 539; RUI DE OLIVEIRA NEVES, “O penhor de créditos – notas sobre o seu conteúdo”, in *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*, vol. II, pp. 637-658; JOÃO LABAREDA, “Contratos de garantia financeira e insolvência das partes contratantes”, *AAVV, Estudos dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes*, vol. II, 2011, pp. 103 e ss.; SOFIA LEITE BORGES, “A transposição em Portugal da Diretiva dos Acordos de Garantia Financeira”, in *Actualidad Jurídica – Uría Menéndez*, vol. 13, 2006, pp. 83-86; ISABEL ANDRADE DE MATOS, *O Pacto Comissório. Contributo para o estudo do âmbito da sua proibição*, 2006, pp. 139-157; ALEXANDRE JARDIM, “Acordos de Garantia Financeira: O respetivo regime jurídico face ao Decreto-Lei 105/2004, de 8 de maio. Algumas questões”, in *Revista da Banca*, n.º 62, 2006, pp. 141-169; SOFIA SANTOS MACHADO, “Netting and Collateral under Law of Portugal”, in *CadMVM*, n.º 29, 2008, pp. 17-29; idem, “Close-out netting e set-off. Da validade e eficácia das cláusulas de close-out netting e set-off nos contratos sobre instrumentos financeiros” in *CadMVM*, n.º 17, 2003, pp. 9-17; SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, “Os contratos de reporte e de empréstimo no CVM”, *CadMVM*, 2000, 290.

⁸ Por exemplo, quando o prestador ou beneficiário da garantia estão estabelecidos fora de Portugal, ou quando o objeto da garantia está localizado em Portugal.

Adicionalmente, dependendo da lei aplicável, o beneficiário da garantia pode ser mais ou menos protegido, razão pela qual a correta determinação da lei aplicável à constituição das garantias e aos efeitos da insolvência desempenha uma importância crucial para a eficácia da garantia.

Neste estudo pretendemos analisar as principais normas de conflitos no ordenamento português relevantes para determinar a lei aplicável à constituição das garantias financeiras e aos efeitos da insolvência sobre essas garantias. A Secção II analisa sumariamente a distinção fundamental entre normas de conflitos *gerais* (relevantes para determinar a válida constituição da garantia) e as normas de conflitos em matéria de *insolvência*; seguindo esta distinção, são depois analisadas na Secção III as normas de conflitos relevantes para determinar a lei que regula a *constituição* de garantias financeiras; e na Secção IV são analisadas as principais normas de conflitos que designam a lei aplicável aos *efeitos da insolvência* sobre as garantias financeiras.

II – Normas de conflitos gerais e normas de conflitos especiais em matéria de insolvência

A determinação da lei aplicável aos diversos aspetos das relações jurídicas estabelecidas com a constituição de garantias e aos efeitos da insolvência sobre essas garantias em situações plurilocalizadas é uma questão regulada pelo direito internacional privado⁹.

No seu estudo dedicado à lei aplicável às garantias financeiras nas situações de insolvência, Garcimartín Alférez¹⁰ chama a atenção para o facto de o Direito da insolvência não criar direitos, limitando-se a assumir os direitos do devedor insolvente ou de credores validamente criados ao abrigo das regras gerais de Direito civil, comercial, trabalho ou fiscal. A questão de saber se um credor tem um direito de crédito ou real, validamente constituído, é por isso uma questão “pré-insolvência” regulada pelas regras gerais (p. ex., Direito civil). O Direito da insolvência limita-se a impor um processo coletivo para o exercício desses direitos, determinando a prioridade do seu exercício e a satisfação possível des-

⁹ LUÍS LIMA PINHEIRO, *Direito Internacional Privado*, II, 4.^a ed., 2015, pp. 549 e ss.; LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, 9.^a ed., 2019, pp. 397 e ss.; ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, 2.^a ed., 2016, pp. 657 e ss.

¹⁰ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera: régimen concursal”, in Elena Lauroba Lacasa e Jaume Tarabat Bosch (org.), *Garantías reales en escenarios de crisis: presente y prospectiva*, 2012, pp. 228–229.

ses direitos, o que pressupõe a existência e validade do direito real ou de crédito do credor, conforme as regras gerais aplicáveis¹¹.

Deste modo, da mesma forma que no regime material temos de distinguir entre normas gerais e as normas especiais da insolvência, também no Direito de conflitos temos de distinguir entre: (i) as normas de conflitos gerais, que regulam a lei aplicável para determinar se uma garantia foi constituída de forma válida e eficaz (ou seja, os aspetos jurídico-reais ou *erga omnes* relacionados com a constituição da garantia, de que é exemplo o artigo 21.º RGF)¹²; e (ii) as normas de conflitos em matéria de insolvência, que determinam a lei que regula os efeitos da insolvência sobre os direitos validamente constituídos antes da insolvência¹³.

¹¹ *Idem*, p. 229. Assim, mesmo quando está em causa a aplicação do regime da resolução em benefício da massa insolvente, o Direito da insolvência pressupõe a existência do direito em causa (a sua válida constituição), sem prejuízo da possibilidade de resolução do negócio ao abrigo das regras especiais da insolvência.

¹² Na literatura anglo-saxónica, a expressão “proprietary aspects” é normalmente empregue neste sentido. A expressão “perfection” (i.e., os requisitos necessário para que o direito real de garantia seja válido e eficaz perante terceiro, *cfr.* BERNASCONI/POTOK/MORTON, “Legal nature of interests in indirectly held securities and resulting conflict of law analysis”, in POTOK (org.), *Cross-border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, 2002, 2.77, p. 31) não tem uma correspondência unívoca nos sistemas continentais, não se distinguindo de forma clara dos requisitos para a constituição da garantia.

¹³ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera:..”, *cit.*, p. 229; Neste sentido também, MATTHIAS LEHMANN, *Bankrechts-Kommentar*, 1.ª ed., §24, para. 134, p. 1436; SIMON SCHWARZ, *Handwörterbuch des Europäischen Privatrechts*, „Finanzsicherheiten” §6, acessado em 17-5-2020, http://hwbeup2009.mpipriv.de/index.php/Finanzsicherheiten#6_Internationales_Privatrecht; AUDREY COLIN, *Les obligations financières*, Tese, 2015, <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01538517>, para. 318, p. 353.. A par da determinação da lei que regula estes aspetos relacionados com as garantias, haverá ainda que ter em consideração a determinação da lei aplicável a outros aspetos que não iremos analisar neste estudo, designadamente: (i) a lei reguladora da capacidade das partes para prestar determinada garantia (p. ex., capacidade de sociedades comerciais para constituírem garantias, etc.), matéria que será em regra regulada pela lei pessoal do prestador da garantia (p. ex., a lei do Estado da sede principal e efetiva da sua administração no caso de pessoas coletivas em geral, *cfr.* artigo 33.º/1 e 2 CC, e das empresas comerciais, *cfr.* artigo 3.º/1 CC), incluindo quanto à capacidade para celebrar acordos de garantia financeira (artigo 3.º/2 RGF); ou (ii) a lei reguladora do contrato de garantia celebrado entre as partes, ou seja, a lei que regula os aspetos jurídico-obrigacionais do contrato de garantia entre prestador e beneficiário da garantia, que em regra será determinada nos termos do Regulamento (CE) n.º 593/2008 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Junho de 2008, sobre a lei aplicável às obrigações contratuais (“**Roma I**”), sendo o mais comum ser a lei escolhida pelas partes, *cfr.* artigo 3.º Roma I (ou nos termos do Código Civil, *cfr.* artigo 41.º CC). Sobre o Regulamento Roma I, ver LUÍS DE LIMA PINHEIRO, *Direito Internacional Privado II*, *cit.*, pp. 314 e ss.; PETER MANKOWSKI E MAGNUS ULRICH, *ECPIL Commentary – Rome I Regulation*, 2017; FRANCO FERRARI (ed.), *Rome I Regulation. Pocket Commentary*, 2015; FRANCO FERRARI E STEFAN LEIBLE (ed.), *Rome I Regulation. The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, 2009.

Esta distinção é estruturante da análise das normas conflitos aplicáveis às garantias financeiras, obrigando a considerar previamente se está em causa a determinação da lei que regula a constituição de uma garantia com eficácia face a terceiros, designadamente face aos credores do devedor ou prestador da garantia, bem como para efeitos de execução dessa garantia; ou se está em causa uma situação de insolvência (p. ex., do prestador da garantia), importando nesse caso determinar qual a lei que irá regular os efeitos dessa insolvência sobre uma garantia validamente constituída (possivelmente ao abrigo de lei distinta), em especial, a possibilidade de esse processo de insolvência afetar o exercício dos direitos do beneficiário da garantia ao abrigo da lei que regulou a constituição da mesma.

III – Lei aplicável à constituição de garantias financeiras

III.A – *Determinação da lei aplicável*

A determinação da lei aplicável à constituição de garantias reais é por regra efetuada tendo por referência à lei aplicável à transmissão do bem objeto da garantia, ou seja, a lei do Estado onde o bem está situado (*lex rei sitae* ou *lex situs*)¹⁴. A *lex rei sitae* assenta no reconhecimento de que a lei do Estado onde o bem está localizado é normalmente a que mantém a relação mais estreita com esse bem, designadamente no que respeita às ações de natureza executiva necessárias para efetivar os direitos dos respetivos titulares sobre o bem em causa em caso de incumprimento. Compreende-se por isso que, para determinar a lei que regula os requisitos e formalidades para a válida constituição do direito real sobre um bem (nomeadamente para determinar sua eficácia face a terceiros), o principal critério seja o da localização desse bem. Por esta razão, a lei que regula a constituição de garantia real sobre um bem tenderá a coincidir com a lei que regula a transmissão da propriedade ou titularidade desse bem¹⁵.

No entanto, tendo a *lex rei sitae* sido concebida tendo em vista a sua aplicação a bens corpóreos (em especial, bens imóveis), é natural que a aplicação desta regra à constituição de garantias financeiras não seja efetuada sem suscitar

¹⁴ Ver Considerando 8 da Diretiva 2002/47/CE: “O princípio da *lex rei sitae*, segundo o qual a validade e, portanto, a oponibilidade de um acordo de garantia financeira, são determinadas com base na lei do país em que a garantia financeira está localizada, é atualmente reconhecido por todos os Estados-Membros.”

¹⁵ Ver p. ex., artigo 46.º/1 CC ou o artigo 41.º CVM (referindo-se à transmissão ou oneração de valores mobiliários).

algumas dificuldades ou incertezas, tendo em conta a natureza tendencialmente incorpórea do objeto das garantias financeiras (cfr. artigo 5.º RGF), nem sempre sendo clara a atribuição de uma localização territorial precisa no caso de relações plurilocalizadas. Torna-se por isso necessário encontrar outros elementos que sejam adequados para determinar a lei do Estado com a conexão mais estreita com o bem em causa, conduzindo no limite à definição de normas de conflitos específicas (ainda que inspiradas no princípio da *lex rei sitae*)¹⁶.

Tendo em conta os bens que podem ser objeto das garantias financeiras, vamos analisar as normas de conflitos aplicáveis à constituição de garantias que tenham por objeto: (1) valores mobiliários escriturais; e (2) valores mobiliários titulados; (3) depósitos bancários (“numerário”, na aceção do RGF); e (4) créditos (de empréstimos bancários).

1 – *Valores mobiliários escriturais*

(a) A regra PRIMA e o artigo 21.º RGF

O RGF prevê uma norma de conflitos especial para determinar a lei aplicável à constituição de garantias que tenham por objeto valores mobiliários escriturais, o artigo 21.º RGF¹⁷. Esta norma transpõe o artigo 9.º Diretiva 2002/47/CE¹⁸, que consagra o critério da localização da conta relevante (*relevant*

¹⁶ Conforme analisado *infra* (em III.A.1), foi esta dificuldade que esteve na origem da norma de conflitos especial prevista no artigo 21.º RGF, que consagrou a regra PRIMA, aplicável à constituição de garantias financeiras que tenham por objeto valores mobiliários escriturais, face à natureza incorpórea destes (ou, pelo menos, dos registos que evidenciam os direitos sobre esses valores), procedendo essa regra à determinação do lugar onde se situam os valores mobiliários escriturais detidos por um ou mais intermediários financeiros. Ver ainda Considerando 8 da Diretiva 2002/47/CE.

¹⁷ Importa ter em conta o âmbito limitado do artigo 21.º RGF aos valores mobiliários escriturais, não prevendo o RGF nenhuma norma de conflitos para efeitos da constituição de garantias que tenham por objeto valores mobiliários titulados, depósitos bancários ou créditos sobre terceiros. Nesses casos, a determinação da lei aplicável terá de ser efetuada ao abrigo das regras gerais, conforme analisado *infra*.

¹⁸ O artigo 9.º da Diretiva 2002/47/CE tem por base o artigo 9.º/2 da Diretiva 98/26/CE (sendo a regra PRIMA também prevista no artigo 24.º da Diretiva 2001/24/CE, ainda que no contexto de norma de conflitos em matéria de insolvência de instituições de crédito). Embora existam diferenças de redação menores entre estas três disposições, a sua interpretação deverá ser uniforme à luz da sua transposição nos diversos diplomas nacionais, seja o artigo 21.º RGF, o artigo 284.º CVM ou o artigo 32.º/1 RLIC, cfr. Comunicação da Comissão Europeia sobre a legislação aplicável aos efeitos patrimoniais de transações de valores mobiliários, COM(2018) 89 final, ponto 3.1.

account)¹⁹, ou seja, a conta na qual é feito o registo da garantia (i.e., a localização da conta que reflete a titularidade do direito de garantia do beneficiário²⁰) – seja o direito como credor pignoratício, que será em regra registado na conta da qual o prestador da garantia é titular, seja a titularidade dos valores mobiliários no caso da alienação fiduciária em garantia, em que o direito é por natureza registado na conta do beneficiário da garantia, enquanto adquirente²¹.

O artigo 9.º da Diretiva 2002/47/CE consagra a regra da localização do intermediário financeiro junto do qual é mantida a conta relevante (*Place of the Relevant Intermediary Approach* ou “PRIMA”)²², para efeitos de determinar a lei que regula os aspetos jurídico-reais relacionados com a constituição da garantia financeira que tenha por objeto valores mobiliários escriturais²³. Da previsão da

¹⁹ A expressão utilizada na versão portuguesa da Diretiva 2002/47/CE é “conta de referência”, mas a expressão pode ser enganadora, razão pela qual preferimos utilizar uma tradução mais literal da expressão utilizada na versão inglesa.

²⁰ Conforme previsto no artigo 2.º/1/h) Diretiva 2002/47/CE, “o registo ou a conta – que podem ser mantidos pelo beneficiário da garantia – em que são feitas as inscrições, mediante as quais essa garantia é prestada ao beneficiário da garantia”.

²¹ Por isso, a lei aplicável à constituição da garantia financeira poderá variar consoante o tipo de garantia em causa (penhor financeiro ou alienação fiduciária em garantia), como reflexo das diferentes contas em que o direito do beneficiário da garantia é registado.

²² GEOFFREY YEOWART E ROBIN PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, 2016, §§1.75 e 1.76, p. 28; *Commission Staff Working Document – Impact Assessment- Proposal on the law applicable to the third-party effects of the assignment of claims*, SWD(2018)52, p. 111; FRANCISCO J GARCIMARTÍN ALFÉREZ/SARA SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, “Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales”, in *La reforma del sistema de postcontratación en los mercados de valores*, 2017, ponto IV.1.1; STEFANIA BARIATTI, “Le garanzie finanziarie nell’insolvenza transazionale: l’attuazione della direttiva 2002/47/CE”, *Riv. dir. internac. pri. e proc.*, 2004, p. 864; GUY MORTON, “Modernisation of EU Financial Law: The Directive on Financial Collateral Arrangements”, *Euredia*, 2003/1, p. 23; JEAN-PIERRE DEGUÉE, “La directive 2001/24/CE sur l’assainissement et la liquidation des établissements de crédit”, *Sûretés Bancaires et Financières*, 2004, pp. 213 e ss.

²³ A bibliografia sobre a regra PRIMA é hoje bastante extensa, pelo que as referências aqui incluídas são necessariamente parciais. Para além das acima referidas, ver também RANDALL D. GUYNN, “Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws”, in *Capital Markets Forum Yearbook*, Vol. 2 (1994/95/96), Kluwer Law International, pp. 343 e ss.; ROY GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, *Capital Markets Forum Yearbook*, Vol. 2 (1994/95/96), pp. 399 e ss.; THIEBALD CREMERS, “La localisation d’un compte d’instruments financiers”, *Banque & Droit*, n.º 119, Mai-Jun 2008, pp. 11 e ss.; MARIA JOÃO MATIAS FERNANDES, “Waiting for Godot: Notas breves a propósito de uma Comunicação da Comissão Europeia de 12 de Março de 2018, sobre a legislação aplicável aos efeitos patrimoniais de transações de valores mobiliários”, *RDS* (2019) 1, pp. 153 e ss.; ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2013, pp. 397 e ss.; LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiro”, in *Estudos de Direito Internacional Privado*, 2009, pp. 381-382. Para uma crítica da regra PRIMA, na modalidade prevista na Diretiva 2002/47/CE, alegando as dificuldades em determinar na prática a

regra PRIMA como norma de conflitos resultam três aspetos fundamentais para a aplicação do artigo 21.º RGF:

- (a) Âmbito universal – O artigo 21.º RGF, tal como a norma da Diretiva 2002/47/CE, é uma norma de conflitos *universal*, designando a lei aplicável independentemente de a conta relevante se situar num Estado-Membro ou num Estado terceiro²⁴. Por isso, mesmo num caso em que prestador e beneficiário da garantia estão estabelecidos em Portugal, se o objeto da garantia consistir em valores mobiliários escriturais registados em conta mantida junto de intermediário financeiro estabelecido nos EUA, a lei aplicável à constituição dessa garantia será a lei dos EUA.
- (b) Atendibilidade das cadeias de detenção indireta (“*step-by-step*” approach) – Como o elemento de conexão relevante da regra PRIMA é a localização da conta na qual é feito o registo da garantia (a conta relevante), tal significa que apenas é necessário cumprir os requisitos de um ordenamento (o da conta relevante) para assegurar a validade (e preferência) do direito real de garantia constituído sobre valores escriturais, mesmo que estes sejam detidos de forma indireta através de uma cadeia de custódia com vários intermediários em diferentes jurisdições²⁵. A fundamentação da regra PRIMA baseia-se não apenas nas suas vantagens do ponto de vista prático, mas também do ponto de vista técnico: o único local onde existe evidência do direito do beneficiário da garantia é muitas vezes a conta ou registo do intermediário financeiro imediato no qual o direito do beneficiário da garantia é registado, não sendo tal informação transmitida para níveis inferiores, pelo que faz sentido referir-se à localização do intermediário imediato para determinar os direitos do beneficiário da garantia²⁶.

localização “física” da conta relevante face à modalidade “contratual” da regra PRIMA acolhida na Convenção de Haia, v. GOODE/KANDA/KREUZER, *Hague Securities Convention – Explanatory Report*, 2.ª ed., 2017, Int. paras. 41–46.

²⁴ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ/SARA SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, “Valores negociables y custodia internacional:...” , cit., IV.1.1 final. Como veremos, tal não é sempre o caso das normas de conflitos de fonte europeia.

²⁵ Cfr. COMISSÃO EUROPEIA, *Working document on Collateral from the Commission to relevant bodies for consultation*, 15.6.2000, pp. 16–17; BERNASCONI/POTOK/MORTON, “Legal nature of interests in indirectly held securities...”, cit., §2.77, p. 31; GEOFFREY YEOWART E ROBIN PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, cit., §1.77, p. 28.

²⁶ BERNASCONI/POTOK/MORTON, “Legal nature of interests in indirectly held securities...”, cit., §2.75 e ss., pp. 30; YEOWART/PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, cit., §1.75, p.

Esta abordagem “*step-by-step*” da regra PRIMA (em que a lei aplicável à constituição da garantia sobre os valores escriturais é determinada por referência à conta aberta junto do intermediário que mantém a relação imediata ou direta com o prestador ou beneficiário da garantia)²⁷, opõe-se à chamada abordagem “*look-through*” (ou transparente), em que a lei aplicável à constituição da garantia seria sempre a mesma lei (p. ex., o local do registo junto do emitente), independentemente do nível da cadeia de intermediários ou da localização destes²⁸. A abordagem “*look-through*” pode levar à aplicação de uma lei que tem uma relação muito limitada (ou mesmo inexistente) com a jurisdição em que está localizado o intermediário com o qual o investidor tem uma relação direta ou imediata, implicando um afastamento do princípio do Direito de conflitos no sentido de que a jurisdição sobre os aspetos jurídico-reais (i.e., de oponibilidade ou eficácia da garantia face a terceiros) deve ser atribuída à lei do Estado no qual as injunções ou medidas de caráter executivo são suscetíveis de serem materialmente cumpridas²⁹.

Ao contrário do que possa parecer à primeira vista, a abordagem “*step-by-step*” (ou por patamares) permite uma maior simplificação e certeza jurídica quanto à constituição do direito de garantia, sem prejudicar a certeza jurídica ao nível da base da cadeia de detenção. Isto porque o objeto de garantia nos níveis superiores da cadeia de detenção indireta não são, em rigor, os valores mobiliários existentes na base da cadeia de detenção, mas sim os

28 e nota 75; também §13.70, p. 382.

²⁷ Conforme se refere no Considerando 8 da Diretiva 2002/47/CE: “Sem prejuízo da aplicação da presente directiva aos títulos detidos directamente, deve ser determinado o lugar onde se situa uma garantia constituída por títulos escriturais e detida por um ou mais intermediários. Se o direito do beneficiário de uma garantia for estabelecido por um acordo de garantia válido e aplicável por força do direito do país em que a conta está localizada, a oponibilidade a qualquer título ou direito concorrente e a aplicabilidade da garantia são regidas unicamente pelo direito do referido país, evitando-se pois a incerteza jurídica que resultaria da intervenção de outra legislação não tida em conta.”. Ver ainda FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ/SARA SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, “Valores negociables y custodia internacional...”, cit., ponto IV.1.1; *Commission Staff Working Document – Impact Assessment*, cit., SWD(2018)52, p. 111 e nota 158 (contra ver posição minoritária alemã, p. 111 e nota 161).

²⁸ ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, cit., pp. 395 e ss.; LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiros”, cit., pp. 381 e 391; BERNASCONI/POTOK/MORTON, “Legal nature of interests in indirectly held securities...”, cit., §§2.68 e ss., p. 28; JEAN-PIERRE DEGUÉE e DIEGO DEVOS, “La loi applicable aux titres intermédiaires: l’apport de la Convention de La Haye de décembre 2002”, *Revue de Droit Commercial Belge*, vol. 1, 2006, pp. 5-32, p. 13.

²⁹ BERNASCONI/POTOK/MORTON, “Legal nature of interests in indirectly held securities...”, cit., §2.69, p. 29; ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, cit., p. 396 e nota 1422.

direitos *do investidor face ao seu intermediário direto* quanto a esses valores³⁰, pelo que essa operação pode nem sequer envolver qualquer alteração dos registos nos patamares inferiores. O tema é analisado *infra* no contexto da necessidade de interpretar o artigo 41.º CVM em conformidade com a regra PRIMA³¹.

(c) Localização da conta relevante – O artigo 21.º RGF (à semelhança da Diretiva 2002/47/CE) não concretiza o critério para a localização efetiva da conta relevante³². A posição prevalecente é no sentido de a localização da conta relevante ser determinada por referência ao Estado em que está situado o estabelecimento da entidade que mantém a conta relevante (no caso de a conta ser detida ou mantida junto de sucursal situada em país diferente da casa-mãe, será relevante a localização da sucursal)³³, sendo este critério o que se afigura como mais simples e direto³⁴, bem como aquele com o qual os outros critérios possíveis para a localização da conta relevante tenderão a coincidir na maior parte

³⁰ Conforme descrito por ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, cit., p. 398 e nota 1431, “dessa operação resultará exclusivamente a oneração da posição derivada de que o investidor é titular [face ao intermediário imediato junto do qual tem conta] e não das posições refletidas nas demais contas que constituem a cadeia de intermediação nem, tão pouco, da conta de registo ou depósito de valores mobiliários que está na base da cadeia”. Também FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ/SARA SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, “Valores negociables y custodia internacional:...” , cit., ponto IV.1.1.; BERNASCONI/POTOK/MORTON, “Legal nature of interests in indirectly held securities...” , cit., §2.77, p. 31.

³¹ Ver secção III.A.1.(c) *infra*.

³² Tendo esta sido uma opção deliberada, em face das discussões existentes à data da adoção da Diretiva 2002/47/CE no contexto da Conferência de Haia sobre Direito Internacional Privado, YEOWART/PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, cit., §1.77, p. 28 e nota 77. Também JEAN-PIERRE DEGUÉE E DIEGO DEVOS, “La loi applicable aux titres intermédies...” , cit., p. 13; JEAN-PIERRE DEGUÉE, “L’assainissement et la liquidation...” , cit., §31, p. 213.

³³ A consideração da sucursal localizada noutro Estado da sede da entidade em causa é a solução tradicionalmente aceite nesta matéria de acordo com a “*separate entity doctrine*”, ver VIRGÓS/GARCIMARTÍN, *The European Insolvency Regulation: Law and Practice*, cit., §312, p. 168. Neste sentido também FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ/SARA SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, “Valores negociables y custodia internacional:...” , cit., ponto IV.1.1; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “The situs of shares”, *IPRax*, 2015, p. 491. LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiro” , cit., p. 381, referindo o lugar em que o intermediário relevante administra a conta ou se situa o estabelecimento que administra essa conta. Também PHILIPP PAECH, “Conflict of Laws and Relational Rights”, in LOUISE GULLIFER E JENNIFER PAYNE (org.), *Intermediation and Beyond*, 2019, pp. 303 e ss. (referindo o critério do estabelecimento do intermediário que mantém a conta relevante como o mais adequado do ponto de vista de certeza jurídica e prático. O A. descreve a regra PRIMA prevista nas diretivas europeias como “*factual-based*” PRIMA, por oposição ao subtipo que acabou por ser previsto na Convenção de Haia, “*contractual-based*” PRIMA).

³⁴ THIEBALD CREMERS, “La localisation d’un compte d’instruments financiers” , cit., p. 15.

dos casos³⁵. No entanto, sendo a conta relevante um elemento incorpóreo, a determinação do país no qual a conta relevante é mantida implica considerar um elemento físico ou territorial de conexão da conta com esse país, o que permite diferentes abordagens para determinar a localização precisa em que se entende que a conta relevante é mantida ou detida³⁶.

O artigo 21.º RGF não acrescenta elementos adicionais face à Diretiva 2002/47/CE para determinar a localização da conta relevante. Nesse sentido, deverá entender-se que a conta relevante está localizada por regra no Estado em que a entidade que mantém essa conta tem a sua sede ou, no caso de sucursais estabelecidas em país diferente da sede, no Estado desse estabelecimento permanente³⁷.

A conclusão quanto à localização da conta relevante, nos termos do artigo 21.º RGF, tem consequências relevantes no caso do ordenamento jurídico português, que importa assinalar. No caso de valores mobiliários escriturais em que a conta relevante para efeitos do artigo 21.º RGF seja a conta de registo individualizado (na qual são registados os direitos de titularidade ou de garantia)³⁸, a localização desta conta (e, por inerência, a determinação da lei aplicável à constituição de garantias que tenham por objeto valores mobiliários registados nessa conta) dependerá da localização do estabelecimento da entidade que mantém essas contas individualizadas:

- (1) No caso de contas de registo individualizado integradas em sistema centralizado (artigo 61.º/a) CVM), abertas junto de intermediário financeiro³⁹, se a conta for mantida por intermediário financeiro com estabelecimento fora de Portugal, a constituição de garantias sobre

³⁵ YEOWART/PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, cit., §13.77, p. 318, ainda que concluindo pela preferência da regra de determinação da localização da conta relevante prevista na Convenção de Haia.

³⁶ YEOWART/PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, cit., §13.77, p. 318; THIEBALD CREMERS, “La localisation d’un compte d’instruments financiers”, cit., p. 11; COMISSÃO EUROPELA, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment*, SWD(2018)52, p. 111 e ss.; IDEM, *Comunicação da Comissão Europeia sobre a legislação aplicável aos efeitos patrimoniais de transações de valores mobiliários*, COM(2018) 89 final, ponto 3.2.; LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiro”, cit., p. 382.

³⁷ A referência à localização do estabelecimento junto do qual é mantida a conta relevante está também em linha com o artigo 41.º/a) e b) CVM, apesar das diferenças de redação destas disposições, que obrigam a uma interpretação em conformidade com a regra PRIMA e afastando uma interpretação literal do artigo 41.º CVM, conforme analisado infra em III.A.1.(c).

³⁸ Artigos 68.º/1/a) e g), 74.º, 80.º e 81.º/1 e 2 CVM.

³⁹ Cfr. artigo 91.º/1/b) CVM, o qual por sua vez terá conta aberta junto da entidade gestora do sistema centralizado (se for participante do mesmo, cfr. artigo 91.º/1/d) CVM).

valores escriturais registados nessa conta será regulada pela lei do Estado do estabelecimento desse intermediário, cfr. artigo 21.º RGF (e não pela lei que regula o sistema centralizado, como resultaria de uma interpretação literal do artigo 41.º/a) CVM⁴⁰). A conta de registo individualizado será a conta do prestador da garantia, no caso do penhor financeiro⁴¹, ou a conta do beneficiário, no caso de alienação fiduciária em garantia⁴²;

- (2) No caso de valores mobiliários escriturais registados em conta aberta junto de intermediário financeiro indicado pelo emitente (artigo 61.º/b) CVM) ou junto do emitente (ou de intermediário financeiro que o representa) (artigo 61.º/c) CVM), a conta relevante estará localizada no Estado do estabelecimento principal (ou sucursal) da entidade que mantém a conta de registo individualizado (no caso do emitente será, em princípio, a sua sede).

- (b) Garantias constituídas no quadro de sistemas de liquidação ou de pagamentos

O artigo 9.º/2 Diretiva 98/26/CE consagra igualmente a regra PRIMA (com redação idêntica à prevista no artigo 24.º da Diretiva 2001/24/CE), prevendo que no caso de garantias constituídas a favor de um operador ou participante de um sistema de liquidação ou de pagamentos⁴³, no quadro desse sistema ou a favor de bancos centrais de Estados-Membros ou do BCE sobre garantias constituídas a seu favor, que tenham por objeto valores mobiliários (escriturais), a determinação dos direitos daqueles beneficiários é regulada pela lei do Estado-Membro onde se situa o registo, conta ou sistema centralizado⁴⁴ em que o direito relativamente àqueles valores é inscrito.

⁴⁰ De notar que artigo 21.º RGF, como norma especial, prevalece sobre a regra de conflitos geral em matéria de transmissão ou oneração de valores mobiliários prevista no artigo 41.º CVM, conforme analisado infra em III.A.1.(c).

⁴¹ Artigo 81.º/1 CVM, mas se for atribuído direito de voto ao credor pignoratício, será relevante a conta do credor pignoratício, cfr. artigo 81.º/2 CVM.

⁴² Artigo 80.º/1 CVM. Neste sentido, também VINCENZA AGNESE, *I contratti di garanzia finanziaria nel diritto civile*, 2009, pp. 295-296; CHRISTIANE WENDEHORST, *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 7.ª ed., vol. 12, 2018, artigo 43 EGBGB, §249.

⁴³ Conforme definido no artigo 2.º/a) Diretiva 98/26/CE .

⁴⁴ De notar que estas referências são *alternativas*, dependendo do patamar da cadeia de detenção indireta no qual é mantida a conta na qual é efetuado o registo, pelo que o legislador nacional está obrigado a prever na lei *todas estas alternativas*, ao contrário do previsto no artigo 284.º/4 CVM.

A aplicação das normas que transpõem o artigo 9.º/2 da Diretiva 98/26/CE deve por isso ser consistente com os resultados alcançados através do artigo 9.º da Diretiva 2002/47/CE e artigo 21.º RGF⁴⁵. Importa notar que a redação do artigo 284.º/4 CVM é mais restritiva do que a norma da Diretiva 98/26/CE⁴⁶, mas o princípio da interpretação conforme ao Direito da UE obriga a aplicar essa norma de conflitos em linha com o artigo 21.º RGF e a regra PRIMA^{47 48}, i.e. no sentido de aplicar à constituição de garantias prestadas no quadro de um sistema de liquidação ou de pagamentos, a lei do Estado onde se situa a conta relevante, na qual é efetuado o registo do direito do beneficiário da garantia. Esta conta, como é evidente, não se limita à conta aberta junto do sistema centralizado em que seja registada a garantia, como prevê o artigo 284.º/4 CVM. Note-se que o objetivo da previsão do artigo 9.º/2 Diretiva 98/26/CE foi precisamente o de consagrar a regra PRIMA, afastando a abordagem “*look-through*”, tomando como critério de conexão o intermediário relevante e não necessariamente o sistema centralizado⁴⁹.

⁴⁵ Neste sentido ver a *Comunicação da Comissão Europeia sobre a legislação aplicável aos efeitos patrimoniais de transações de valores mobiliários*, COM(2018) 89 final, ponto 3.1.

⁴⁶ A redação do artigo 284.º/4 CVM prevê apenas que “Se os instrumentos financeiros objeto de garantia nos termos do presente artigo estiverem registados ou depositados em sistema centralizado situado ou a funcionar num Estado membro da União Europeia, a determinação dos direitos dos beneficiários da garantia rege-se pela legislação desse Estado membro, desde que a garantia tenha sido registada no mesmo sistema centralizado.” Ou seja, ao contrário do artigo 9.º/2 Diretiva 98/26/CE, a norma nacional não faz qualquer referência aos casos em que o direito é registado em conta mantida junto de intermediário financeiro.

⁴⁷ Neste sentido, também FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Cuando la norma de conflicto vale millones de dólares: el artículo 9.2 de la Directiva 98/26 y su desarrollo por el legislador español”, *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 1999, n.º 3, 423, por referência ao Direito espanhol

⁴⁸ De notar que também o artigo 284.º/2 CVM é mais restritivo do que o artigo 9.º/1 da Diretiva 98/26/CE, devendo ser interpretado no sentido de as proteções previstas no artigo 284.º/1 CVM serem aplicáveis não apenas às garantias prestadas a favor de bancos centrais de Estados-Membros da União Europeia e do Banco Central Europeu, atuando nessa qualidade, mas também às garantias prestadas a favor do operador ou de participante do sistema relevante, cfr. artigo 9.º/1 Diretiva 98/26/CE.

⁴⁹ A regra PRIMA visou afastar a aplicação da abordagem “*look-through*”, de modo a aumentar a certeza jurídica das garantias prestadas no contexto do sistema financeiro. A abordagem “*look-through*” comporta um evidente risco para a segurança jurídica de operações que envolvam a detenção indireta de valores mobiliários, levando à aplicação de um ordenamento (o da localização dos valores objeto da garantia) de forma imprevisível e indesejável para as partes da relação de uma conta de instrumentos financeiros, com riscos para o beneficiário da garantia de ver esta invalidada num contexto de insolvência do prestador da garantia (assim, JEAN-PIERRE DEGUÉE E DIEGO DEVOS, “La loi applicable aux titres intermédiaires”, cit., p. 13). Ver também o Considerando 20 da Diretiva 98/26/CE; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Cuando la norma de conflicto...”, cit., 423; CHARLES PROCTOR, *The Law and Practice of International Banking*, 2010, §35.18, p. 595.

Esta conclusão foi já salientada no passado pela Comissão Europeia⁵⁰, tendo à data sido defendido pelas autoridades nacionais que um resultado consistente com o artigo 9.º/2 Diretiva 98/26/CE seria alcançado através da aplicação do artigo 41.º/b) CVM⁵¹. Esta referência é importante para a interpretação do artigo 41.º CVM, uma vez que evidencia que esta norma não deve ser interpretada no sentido de aplicar aos valores mobiliários integrados em sistema centralizado uma abordagem “*look-through*”, que estendesse a lei do Estado onde se situa o sistema centralizado a toda e qualquer transmissão ou oneração de direitos sobre valores mobiliários integrados naquele sistema. Importa por isso analisar em maior detalhe o tema da compatibilização do artigo 41.º CVM com a regra PRIMA consagrada noutras normas de conflitos do ordenamento português e europeu.

(c) Interpretação do artigo 41.º CVM em conformidade com a regra PRIMA

O artigo 41.º/a) CVM prevê que a transmissão e oneração de direitos sobre valores mobiliários integrados em sistema centralizado regem-se pela lei do Estado onde se situa o estabelecimento da entidade gestora desse sistema.

⁵⁰ *Study into the Transposition by Member States of Directive 98/26/EC – Portugal, Final Report*, p. 49, “Section 284 is more restrictive than artigo9 (2) of the Directive, as it has more specific requirements that are not referred in the Directive. It is only applicable if the collateral securities have been registered or deposited in a centralized system, while the Directive intended to extend it’s scope to the collateral securities that are recorded on a register, account or centralised deposit system. This means that the present article of the CVM (Act1) is not applicable to collateral securities deposited or recorded on a register out of a centralized system. However, according to the opinion of the CMVM, subparagraph b) of artigo 41 of the aforementioned Decree-Law is applicable if a security is recorded on a register out of a centralized system. This article sets out the law applicable to securities not integrated in a centralized system, establishing in these cases a connection to the law of the Member State in which the intermediary where the securities are registered or deposited is located. So, the protective regime is also applicable to securities not integrated in a centralized system. However, we understand that it would be more accurate to insert in artigo 284 a provision regarding the securities not integrated in a non-centralized system, as such would prevent future discussions regarding the applicability of no 1 of artigo 284 to the collateral securities provided out of a centralized system.” Face à redação da norma do CVM, este resultado obriga a que a expressão “em relação a valores mobiliários registados ou depositados não integrados em sistema centralizado”, na parte inicial da al. b) do artigo 41.º CVM, deva ser interpretada no sentido de os direitos ou a constituição de garantias não serem inscritos ou registados em conta aberta junto de sistema centralizado.

⁵¹ Conforme referido no relatório sobre a transposição da Diretiva 98/26/CE em Portugal, seria mais claro prever regra idêntica no próprio artigo 284.º CVM, evitando desse modo dúvidas quando estejam em causa direitos sobre valores mobiliários que não são registados num sistema centralizado.

De acordo com uma leitura literal desta norma a lei do sistema centralizado seria aplicável independentemente da localização da conta na qual é efetuado o registo do direito (do titular ou do credor pignoratício)⁵², o que seria incompatível com o artigo 21.º RGF, o qual determina a lei aplicável por referência à localização da conta na qual é feito o registo do direito do beneficiário da garantia financeira.

Uma interpretação literal do artigo 41.º/a) CVM implicaria que a norma de conflitos prevista no artigo 21.º RGF, como norma especial, tivesse de prevalecer sobre as regras previstas no artigo 41.º CVM, pelo menos quando estivessem em causa garantias financeiras cujo objeto fossem valores mobiliários escriturais⁵³. Simplesmente, a regra PRIMA não está consagrada apenas no artigo 21.º RGF, mas também no artigo 9.º Diretiva 98/26/CE (conforme acima analisado) e no artigo 32.º/1 do Decreto-Lei n.º 199/2006 (ver *infra* IV.D). Ou seja, uma interpretação literal do artigo 41.º CVM levaria a aplicar critérios diferentes para situações equivalentes, consoante fosse aplicável algum destes regimes setoriais especiais. Acresce que, no quadro do novo Regulamento Europeu da Insolvência (artigo 8.º *ex vi* artigo 2.º/9/ii) EIR 2015 – ver *infra* IV.B.1), a regra PRIMA foi também adotada como critério para determinar a lei aplicável aos efeitos da insolvência no quadro das insolvências transfronteiriças ao nível da União Europeia, em geral e não apenas às instituições financeiras.

Podemos por isso afirmar que, no quadro atual do Direito de conflitos europeu e mesmo nacional, a regra PRIMA é a norma prevalecente para determinar a lei aplicável, não apenas à transmissão ou oneração de valores mobiliários escriturais, mas também aos efeitos da insolvência sobre esses negócios. Este

⁵² Defendendo aparentemente abordagem “look-through” (embora não seja claro se este entendimento se estende à transmissão ou oneração de valores mobiliários detidos indiretamente), ver ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Transmissão de Valores Mobiliários*, 2004, p. 206, referindo que “o regime geral é o de o elemento de conexão estar centrado na entidade de controlo. A lei visa aqui a uniformidade de regime e transmissão em primeiro lugar. Com efeito, em relação à mesma categoria de valores não tem sentido que valores que estejam registados num estabelecimento francês obedeçam à lei francesa quanto à transmissão se estes valores estão integrados no sistema centralizado português.”; também MARIA HELENA BRITO, “Sobre a aplicação no espaço do novo Código dos Valores Mobiliários”, in *CadMVM*, n.º 7, 2000, p. 99-100, referindo que o legislador pretendeu, com o regime do artigo 41.º CVM, “evitar os inconvenientes que podem decorrer de tal situação [a dispersão dos lugares da situação dos valores mobiliários] – a aleatoriedade e a dispersão na designação dos direitos competentes –” e que a solução adotada “privilegia a certeza na determinação do direito competente”. A preocupação subjacente parece estar sobretudo relacionada com a certeza e uniformidade de direito aplicável face ao próprio sistema e, por inerência, ao emitente. No entanto, esta (legítima) preocupação é salvaguardada pela regra PRIMA, conforme analisado *infra* (ver nota 61).

⁵³ LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiro”, cit., pp. 395-396.

quadro não pode deixar de influenciar a interpretação do artigo 41.º CVM, no sentido de assegurar a coerência sistemática das regras de conflitos nesta matéria, em especial no que concerne a consistência entre a lei aplicável à constituição de direitos e a lei aplicável aos efeitos da insolvência sobre estes direitos⁵⁴.

Nesse sentido, julgamos que no quadro jurídico atual não é suficiente entender que as normas de conflitos especiais ou setoriais prevalecem sobre a norma geral prevista no artigo 41.º CVM, sendo antes necessário interpretar o artigo 41.º CVM em conformidade com a regra PRIMA já prevista nessas regras setoriais. Tal interpretação é possível face à redação atual, ainda que implique uma interpretação restritiva da al. a) e a concomitante interpretação extensiva da al. b) do artigo 41.º CVM.

Não aplicação da al. a) do artigo 41.º CVM à transmissão ou oneração de valores mobiliários detidos indiretamente. A primeira dúvida que se coloca quanto ao artigo 41.º/a) CVM é a de saber se esta alínea é aplicável à transmissão ou oneração de valores mobiliários detidos indiretamente, i.e., em que o direito do beneficiário é registado em conta de 2.º nível:

Exemplo. Tomando como referência o ordenamento português, estão em causa p. ex. as situações em que existe a oneração de valores mobiliários escriturais (p. ex., integrados em sistema centralizado situado em Portugal) pelo Titular A, sendo o direito do Beneficiário B registado em conta aberta detida pelo Titular A junto de um intermediário financeiro com estabelecimento em França (IF 1), detendo este IF 1 os valores mobiliários, em seu nome mas por conta do Titular A, junto de intermediário financeiro estabelecido em Portugal (IF 2), o qual por sua vez é participante da Interbolsa em Portugal (CVM), detendo junto desta entidade conta global na qual estão inscritos os valores mobiliários em causa.

Por referência ao exemplo apresentado, é possível verificar que a oneração dos valores mobiliários em causa ao nível da conta aberta junto do IF 1 não implicará qualquer inscrição ou movimentação ao nível das contas inferiores, seja da conta de registo individualizado do IF 1 junto do IF 2, seja ao nível

⁵⁴ No plano europeu, essa consistência é hoje tendencialmente assegurada entre as diversas normas de conflitos materiais (artigo 9.º/2 Diretiva 98/26/CE; artigo 9.º Diretiva 2002/47/CE; artigo 24.º Diretiva 2001/24/CE) e o critério da norma de conflitos previsto no EIR 2015 para determinar a localização dos valores mobiliários escriturais (artigo 2.º/9/ii) EIR 2015). Ver FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “The situs of shares”, cit., p. 491, sublinhando a importância da norma do EIR 2015 para efeitos de interpretação das normas de conflitos materiais nacionais em matéria de lei aplicável à transmissão ou constituição de garantias sobre valores mobiliários escriturais, considerando o âmbito de aplicação geral deste regulamento (ao contrário do âmbito setorial das Diretivas 98/26/CE, 2002/47/CE e 2001/24/CE).

da conta global do IF 2 na Interbolsa. Parece claro que seria inapropriado e injustificado fazer aplicar a lei portuguesa (enquanto lei do sistema centralizado) a uma transmissão⁵⁵ ou oneração que ocorra apenas ao nível dos registos do IF 1. Esta conclusão está aliás em linha com o facto de, nos termos da lei portuguesa, o titular jurídico dos valores mobiliários continuar a ser o IF 1⁵⁶.

Para além de não fazer sentido no plano dos resultados aplicar a lei do sistema a estas operações sobre valores mobiliários detidos indiretamente, tal aplicação também não resulta, em rigor, da al. a) do artigo 41.º CVM, uma vez que nesses casos o que está em causa é a transmissão ou oneração de direitos aos valores mobiliários pelo seu titular face ao intermediário financeiro imediato (o IF 1 no exemplo acima) e não – como se prevê no artigo 41.º/a) CVM – a transmissão ou oneração dos valores mobiliários integrados em sistema centralizado⁵⁷. Parece assim claro que o artigo 41.º/a) CVM não será aplicável à transmissão ou oneração e dos valores mobiliários detidos indiretamente, designadamente ao nível da conta de 2.º nível ou de nível superior na cadeia de detenção. Não sendo aplicável a norma de conflitos prevista na al. a) do artigo 41.º CVM, julgamos que deverá ser aplicável a regra prevista na al. b), por interpretação extensiva.

Não aplicação da al. a) do artigo 41.º CVM à transmissão ou operação de direitos inscritos em contas de registo individualizado. Também é duvidoso que a al. a) do artigo 41.º CVM seja aplicável à transmissão ou oneração de valores mobiliários inscritos ao nível da conta de registo individualizado⁵⁸. O regime jurídico dos sistemas centralizados a funcionar em Portugal assenta

⁵⁵ Por exemplo, se o Beneficiário B adquirir os valores mobiliários a título de garantia, detendo esses valores através de conta aberta também junto do IF 1.

⁵⁶ Cfr. artigos 68.º/1/a) e 74.º/1 CVM. Isto sem prejuízo, naturalmente, de a titularidade económica dos valores mobiliários poder ter relevância jurídica e ser juridicamente atendível para determinados efeitos, nomeadamente o exercício de determinados sociais, como p. ex. a apresentação de propostas em assembleia geral, a presença e exercício de direitos de voto, ou a apresentação de ação judicial contra o emitente. Essa titularidade económica é evidenciada, na prática, através da emissão de certificados pelo IF 2 e IF 1, através dos quais se comprova a identidade o titular económico desses direitos e que o IF 2 detém esses valores apenas na qualidade de mandatário, por conta do cliente; no plano jurídico, à luz do ordenamento nacional, o exercício desses direitos é suportado designadamente com base nas regras do mandato sem representação, designadamente o artigo 1181.º CC (em especial o seu n.º 2). Para uma análise detalhada do tema, ver ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, cit., pp. 363 e ss.

⁵⁷ ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, cit, p. 396 e nota 1422; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera”, cit., p. 231; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ/SARA SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, “Valores negociables y custodia internacional”, cit., sección IV.1.1.

⁵⁸ A questão pode suscitar-se p. ex. no caso de um participante no sistema centralizado a funcionar

num conjunto interligado de contas através das quais se processa a constituição e a transferência dos valores mobiliários nele integrados e se assegura o controlo de quantidade dos valores mobiliários em circulação e dos direitos sobre eles constituídos (artigo 88.º/1 CVM). Assim, não obstante a lei portuguesa presumir que o titular da conta de registo individualizado é o titular dos valores mobiliários em conformidade com a inscrição nessa conta, em última análise os valores mobiliários em causa apenas existem por referência às contas globais do intermediário participante no sistema centralizado⁵⁹. Ou seja, a conta de registo de individualizado detida junto de intermediário financeiro corresponde também a uma forma de detenção indireta⁶⁰, pelo que deve ser seguido o mesmo princípio adotado para as contas de 2.º nível ou superior, fazendo aplicar a norma de conflitos prevista na al. b) do artigo 41.º CVM: a lei aplicável à transmissão e oneração de valores mobiliários registado nessa conta será a lei do Estado do estabelecimento do intermediário junto do qual essa conta é mantida ou detida, podendo por isso ser aplicável a lei de um Estado estrangeiro no caso de o participante no sistema centralizado em Portugal ter o seu estabelecimento (sucursal ou principal) noutro Estado e não em Portugal⁶¹. Do acima exposto

em Portugal ser um intermediário financeiro estabelecido noutro país, sem ter um estabelecimento estável em Portugal.

⁵⁹ A questão fica mais clara se pensarmos numa situação (em princípio de ocorrência rara e provavelmente apenas em caso de erro operacional grave ou fraude) de insuficiência (*shortfall*) dos valores mobiliários inscritos na conta global do intermediário participante no sistema centralizado face ao número de valores mobiliários da mesma categoria registados nas contas de registo de individualizado abertas junto desse intermediário (sobre o tratamento a ser dado nestas situações, ver ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros*, cit., pp. 531-540). Nesse caso, a existência de uma situação de insuficiência é apurada necessariamente por referência à quantidade de valores mobiliários registados na conta global do intermediário participante (i.e., não existem na conta global valores mobiliários registados em quantidade suficiente para satisfazer a quantidade inscrita nas contas de registo individualizado desse participante), donde resulta que é o registo nas contas globais de controlo junto do sistema centralizado que evidencia, em última análise, esses valores (em articulação naturalmente com a conta de controlo da emissão).

⁶⁰ Ainda que essa conta tenha uma natureza especial pelo facto de o CVM determinar que a sua titularidade faz presumir, nos termos do artigo 71.º/1 CVM, que o direito pertence ao titular da conta.

⁶¹ A regra PRIMA e a sua aplicação a cada nível da cadeia de intermediação (*step by step*) não gera incerteza jurídica nem face ao emitente, nem face ao sistema centralizado. No caso do sistema centralizado, as relações entre o participante e o sistema centralizado, incluindo as contas abertas junto do sistema, são reguladas pela lei do sistema, pelo que as operações efetuadas no sistema serão sempre reguladas por esta lei. A aplicação da regra PRIMA assegura por isso a certeza e uniformidade do direito aplicável onde tal é determinante, que é ao nível do próprio sistema centralizado, i.e. o último patamar da cadeia de detenção dos valores mobiliários. No caso da sociedade, importa notar que a qualidade de acionista e os direitos sociais inerentes são determinados de acordo com a lei pessoal da sociedade (*lex societatis*), cfr. artigo 3.º CSC. No mesmo sentido, ver artigo 2.º/3/c) da

resulta que a al. a) do artigo 41.º CVM deve ser interpretada de forma restritiva, no sentido de apenas se aplicar quando esteja em causa o registo ou inscrição do direito em conta aberta junto do sistema centralizado, e não em contas de nível superior que correspondem à detenção indireta de valores mobiliários, incluindo no caso das contas de registo individualizado.

Caso se considerasse que a al. a) do artigo 41.º CVM seria aplicável à transmissão ou oneração de valores mobiliários inscritos ao nível da conta de registo individualizado, importa notar que se estiver em causa garantia financeira que tenha por objeto valores mobiliários escriturais, a regra do 21.º RGF prevalece sobre o 41.º CVM⁶². Seria assim aplicável a lei da localização da conta relevante, ou seja, a lei do Estado em que está localizado o estabelecimento do intermediário financeiro e não do sistema centralizado: o que corresponde portanto à solução que resulta da aplicação da al. b) do artigo 41.º CVM.

A interpretação do artigo 41.º CVM em conformidade com a regra PRIMA (nomeadamente, o artigo 21.º RGF) permite assim:

- (i) No que respeita à lei aplicável à transmissão e oneração (i.e., à constituição de direitos, incluindo direitos reais de garantia) de valores mobiliários escriturais, assegura uma aplicação coerente da regra de conflitos prevista no artigo 41.º CVM, com as regras previstas no artigo 21.º RGF e no artigo 284.º/1 CVM (neste caso, de modo a assegurar a conformidade com o artigo 9.º/2 Diretiva 98/26/CE⁶³);
- (ii) No que respeita à lei que regula os efeitos da insolvência sobre os direitos (incluindo garantias reais) validamente constituídos sobre valores mobiliários escriturais, assegura uma aplicação consistente entre a norma de conflitos prevista no artigo 282.º/1 CIRE e a regra prevista no artigo 8.º EIR 2015 (ex vi artigo 2.º/9/ii) deste regulamento);
- (iii) Aplicar os elementos previstos no artigo 41.º CVM para concretizar a localização da conta relevante no quadro das regras PRIMA, recorrendo ao critério do local do estabelecimento da entidade mantém a

Convenção de Haia sobre a lei a aplicar a certos direitos respeitantes a valores mobiliários detidos junto de intermediários; também GOODE/KANDA/KREUZER, *Hague Securities Convention – Explanatory Report*, 2.ª ed., 2017, §2-34, p. 57; FLORENCE GUILLAUME, “Les titre intermédies en droit international privé”, in *Placements collectifs et titres intermédies*, 2008, p. 158. Deste modo, o interessado que pretenda que a sua titularidade seja reconhecida perante o sistema centralizado ou face ao emitente terá sempre de ter em conta a lei aplicável para esse efeito.

⁶² LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiro”, cit., pp. 395-396.

⁶³ Ver supra III.A.1.(b).

conta na qual é efetuado o registo do direito do titular ou do beneficiário (no caso do penhor)⁶⁴.

Importa ainda notar que o artigo 41.º CVM é uma norma de conflitos bilateral, não se limitando a impor a aplicação da lei portuguesa relativamente a sistemas ou intermediários estabelecidos em território português, mas também determina a lei aplicável a situações em que o intermediário ou emitente esteja estabelecido noutra jurisdição. Nesta vertente, a redação da al. a) do artigo 41.º CVM também se afigura problemática, uma vez que o conceito de sistema centralizado é um conceito essencialmente nacional, que decorre das normas do CVM (artigos 88.º e ss.). Seria preferível empregar um conceito mais funcional e neutro, do que um conceito tão específico à luz do ordenamento nacional. Ainda assim, poderão considerar-se como figuras equivalentes o conceito de central de valores mobiliários (“CSD”)⁶⁵, no quadro da União Europeia, ou de “sistema de depósito centralizado”⁶⁶, no caso de jurisdições extracomunitárias.

Tal como acima sustentado, por força da interpretação restritiva da al. a) do artigo 41.º CVM, tal implica que a regra prevista nesta alínea apenas será aplicável no caso de direitos registados ou inscritos em conta aberta diretamente junto da CSD ou de sistema de depósito centralizado; no caso de direitos registados ou inscritos em contas abertas junto de um intermediário (o qual, por sua vez, poderá ou não ser membro da CSD), será aplicável a al. b) do artigo 41.º CVM, mesmo que estejam em causa direitos relativos a valores mobiliários que estão em última análise registados ou depositados numa CSD ou num “sistema de depósito centralizado”. Daqui decorre a aplicação, em ambos os casos, da lei do Estado no qual se situa o estabelecimento da entidade junto da qual é detida

⁶⁴ Neste sentido, MARIA JOÃO MATIAS FERNANDES, “Waiting for Godot...”, p. 186 e notas 122 e 123. De notar, no entanto que, conforme acima exposto, o artigo 21.º RGF visou precisamente adotar a regra PRIMA e entendendo-se, de forma prevalecente, que tal implica uma afastamento de uma abordagem “transparente” (*look-through*), cfr. COMISSÃO EUROPEIA, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment*, SWD(2018) 52 final, p. 111 e nota 155 (*contra*, ver entendimento contrário minoritário, cfr. p. 112 e nota 161); DEGUÉE/DEVOS, “La loi applicable aux titres intermédies...”, cit., p. 13. Ainda assim, concordamos que os elementos do artigo 41.º CVM podem ser tidos em consideração para concretizar no ordenamento nacional o critério da localização da conta relevante, por referência ao Estado em que está localizado o estabelecimento da entidade junto do qual é detida conta na qual são registados esses direitos. Tal conclusão resulta também da análise de impacto da COMISSÃO EUROPEIA, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment*, SWD(2018) 52 final (relatório de análise de impacto), pp. 104–106 e 109.

⁶⁵ Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários (CSDs).

⁶⁶ Artigo 9.º/1 da Diretiva 98/26/CE; artigo 24.º da Diretiva 2001/24/CE.

a conta na qual é efetuado o registo ou inscrição do direito relativo aos valores mobiliários escriturais. Apenas quando esteja em causa a detenção direta⁶⁷ de valores mobiliários titulados, será aplicável a regra prevista na al. c) do artigo 41.º CVM.

2 – Valores mobiliários titulados

O artigo 21.º RGF (à semelhança da Diretiva 2002/47/CE) é aplicável quando estejam em causa valores mobiliários escriturais. No entanto, importa notar que o artigo 9.º Diretiva 2002/47/CE é aplicável a garantias “sob a forma de títulos escriturais”, que são definidos como uma garantia que tenha sido prestada ao abrigo de um acordo de garantia financeira que consista em instrumentos financeiros e “cuja titularidade seja comprovada pela inscrição num registo ou numa conta” mantida por um intermediário ou em seu nome (artigo 2.º/1/g) Diretiva 2002/47/CE).

Face a esta definição, deverá entender-se que o artigo 21.º RGF é também aplicável aos valores mobiliários titulados⁶⁸ integrados em sistema centralizado (ou equivalente) ou depositados junto de um único intermediário financeiro (por iniciativa do emitente), uma vez que nesses casos é aplicável o regime previsto para os valores mobiliários escriturais, nos termos dos artigos 99.º/5 e 105.º CVM⁶⁹. Se os valores mobiliários titulados não estiverem integrados em sistema centralizado, nem depositados em intermediário financeiro único (por iniciativa do emitente), será aplicável a al. c) do artigo 41.º CVM, sendo a constituição de garantia regulada pela lei do emitente (*lex societatis*) – esta solução está também em linha com o resultado previsto no artigo 2.º/9/i) EIR 2015 (ver infra IV.A.1).

⁶⁷ Quando os valores mobiliários titulados não estejam depositados junto de um depositário central (CSD) ou intermediário financeiro único, quando a lei o imponha ou por iniciativa do emitente (p. ex., artigo 99.º/1 e 2 CVM).

⁶⁸ Representados por documentos em papel, cfr. artigo 46.º CVM.

⁶⁹ Neste sentido também, FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera”, cit., p. 232, nota 6; YEOWART/PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, cit., §13.74, defendem igualmente interpretação ampla do artigo 9.º/2 Diretiva 2002/47/CE, no sentido de abranger também valores mobiliários titulados nominativos, uma vez que a diretiva não define “intermediário” (“‘Intermediary’ is not defined in the Diretiva 2002/47/CE. So, if it is broad enough to include a registrar of securities, then the term ‘book entry securities collateral’ could include registered and dematerialised securities that are directly held as well as intermediated securities”).

3 – Numerário

As garantias financeiras podem também ter por objeto dinheiro em depósitos bancários ou, na terminologia do RGF, “numerário” que é definido como o saldo disponível de uma conta bancária, denominada em qualquer moeda, ou créditos similares que confirmam à restituição em dinheiro, tais como depósitos no mercado monetário (artigo 5.º/1/a) RGF). Os depósitos bancários de dinheiro são qualificados como um depósito irregular (artigos 1205.º e 1206.º CC), pelo que o depositante é titular de um direito de crédito face à instituição bancária. Não existe norma de conflitos expressa na lei portuguesa que regule a lei aplicável à oneração de saldos em conta bancária. A solução tradicional é a da aplicação da lei do Estado em que se situa o estabelecimento junto do qual é aberta a conta bancária (*lex conto sitae*), que se aproxima do critério da lei que regula o crédito dado em garantia ou do devedor do crédito cedido⁷⁰.

Esta é igualmente a regra prevista no artigo 4.º/2/a) da Proposta de Regulamento sobre a lei aplicável à oponibilidade da cessão de créditos⁷¹, nos termos da qual a lei aplicável ao crédito cedido deve regular a oponibilidade a terceiros das cessões de numerário creditado na conta de uma instituição de crédito⁷². Esta solução está também em linha com a adotada no quadro do EIR 2015⁷³ para a determinação da lei aplicável aos efeitos da insolvência sobre direitos reais de terceiros que tenham por objeto dinheiro depositado em conta bancária, cfr. artigo 2.º/9/iii) EIR 2015⁷⁴.

⁷⁰ Neste sentido, FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera”, cit., p. 233; CHARLES PROCTOR, *The Law and Practice of International Banking*, §40.30, p. 655, defendendo que o *situs* de uma dívida (crédito) corresponde ao Estado em que está situado o estabelecimento (sucursal) que detém a conta.

⁷¹ COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo à lei aplicável à oponibilidade a terceiros das cessões de créditos* (COM/2018/096 final).

⁷² Esta regra representa uma exceção à regra geral prevista na proposta de regulamento para a designação de lei que deve regular a oponibilidade a terceiros da cessão de créditos comuns, caso em que o artigo 4.º/2 da proposta de regulamento prevê que deve ser regulada pela lei da residência habitual do cedente. A justificação para esta exceção quanto às contas bancárias é o facto de os terceiros, nomeadamente os credores do cedente e os cessionários concorrentes, poderem desse modo contar com maior previsibilidade uma vez que o crédito que o titular de conta detém sobre o dinheiro depositado numa conta bancária tenderá a ser regulado pela lei do país onde se situa o estabelecimento do banco, sendo também geralmente esta a lei escolhida no contrato de conta entre o titular e a instituição de crédito.

⁷³ Regulamento (UE) 2015/848 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015, relativo aos processos de insolvência (“EIR 2015”).

⁷⁴ Ainda que prevendo como primeiro critério para determinar a localização o Estado Membro

Alienação fiduciária em garantia de numerário. Quando a garantia financeira prestada consista na transferência de dinheiro para a conta do beneficiário é questionável qual a lei aplicável. O que se pretende determinar é a lei aplicável quanto aos efeitos jurídico-reais e não os efeitos obrigacionais entre prestador e beneficiário da garantia, que tenderão a ser regulados pela lei escolhida pelas partes, cfr. artigo 3.º Roma I, nem os efeitos ou conteúdo obrigacional das relações entre cliente e o respetivo banco. Nesse sentido, a solução que se afigura mais razoável é aplicação da lei do Estado em que se situa o estabelecimento da instituição de crédito junto da qual o beneficiário da garantia tem aberta a conta de depósito para a qual será transferido o objeto da garantia⁷⁵. Essa é a lei que se afigura como tendo a conexão mais estreita para regular esses aspetos jurídico-reais (que são essencialmente os elencados no artigo 21.º RGF – ver IV.C infra), além de estar em linha com a regra aplicável aos efeitos da insolvência⁷⁶.

4 – *Créditos decorrentes de empréstimos bancários*

Com as alterações introduzidas ao RGF em 2011⁷⁷, os contratos de garantia financeira passaram também a poder ter por objeto créditos emergentes de empréstimos bancários (“créditos sobre terceiros” na terminologia do RGF), que são definidos como créditos pecuniários decorrentes de um acordo mediante o qual uma instituição de crédito concede um crédito sob a forma de empréstimo (artigo 5.º/1 RGF)⁷⁸. Também no caso da cessão ou oneração de créditos não existe norma de conflitos específica prevista na lei portuguesa, sendo que as soluções nacionais noutros ordenamentos diferem significativamente entre si⁷⁹. Para determinar a lei aplicável à validade e eficácia (“oponi-

indicado no IBAN da conta, mas que tenderá a coincidir com o Estado do estabelecimento junto do qual é aberta a conta.

⁷⁵ VINCENZA AGNESE, *I contratti di garanzia finanziaria nel diritto civile*, cit., p. 298, mas admitindo que as partes possam designar outra lei para regular a conta.

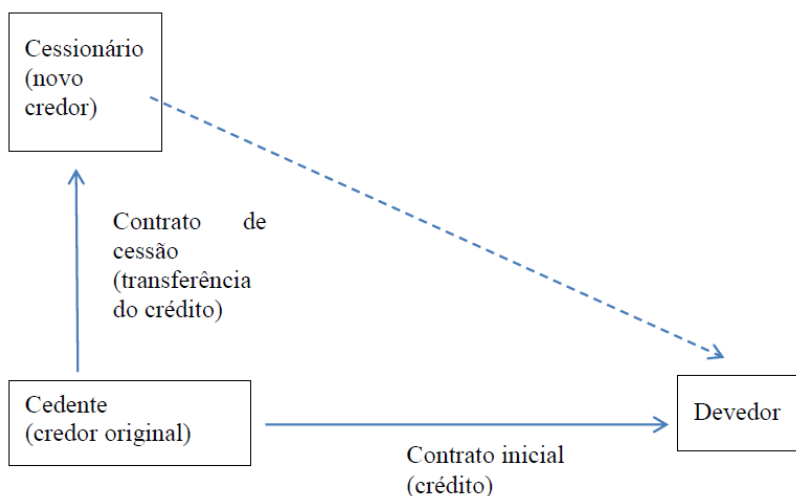
⁷⁶ Artigo 8.º *ex vi* artigo 2.º/9/iii) EIR 2015.

⁷⁷ Decreto-Lei n.º 85/2011, de 29 de junho, que transpôs a Directiva n.º 2009/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Maio (que alterou a Directiva 2002/47/CE).

⁷⁸ Excluindo, no entanto, empréstimos a consumidores ou micro e PME, na aceção da Recomendação n.º 2003/361/CE da Comissão Europeia de 6 de maio, cfr. artigo 5.º/2 RGF.

⁷⁹ Sobre as várias soluções a nível nacional na União Europeia, v. COMISSÃO EUROPEIA, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment*, SWD(2018)52, p. 17. Também FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Assignment of claims in the Rome I Regulation: Article 14” in FRANCO FERRARI (ed.), *Rome I Regulation*, 2009, 217 e ss; PETER MANKOWSKI, “Proprietary aspects of assignments of claims

bilidade”) da cessão de créditos face a terceiros (que não o devedor) importa, antes de mais, distinguir as diferentes relações jurídicas em causa na cessão de créditos (devedor – cedente – cessionário – credores), uma vez que podem ser aplicáveis leis distintas a cada uma dessas relações⁸⁰:



in private international law”, *Tijdschrift Nederlands Internationaal Privaatrecht (NIPR)*, 2018, 26 e ss. Em Espanha, a solução consagrada no artigo 17.º-3 do *Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo*, é a de designar como lei que regula os aspectos jurídico-reais da cessão ou oneração de créditos a lei que regula o crédito cedido ou onerado. Ver FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera:..”, cit., 233.

⁸⁰ Sobre a lei aplicável à cessão ou oneração de créditos e o artigo 14.º Roma I, ver FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Derecho Internacional Privado*, 2019, §§25.39 e 28.19; PETER MANKOWSKI, “Proprietary aspects of assignments of claims in private international law”, cit., 26 e ss.; COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta da Comissão de regulamento relativo à lei aplicável à oponibilidade a terceiros das cessões de créditos*, COM(2018) 96 final (“Proposta de Regulamento”); IDEM, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment*, SWD(2018) 52 final; CHRISTOPH ALTHAMMER E ULRICH KÜHLE, in FRANCO FERRARI (ed.), *Rome I Regulation Pocket Commentary*, 2015, “Article 14”, pp. 436 e ss.; “Study on the question of effectiveness of an assignment or subrogation of a claim against third parties and the priority of the assigned or subrogated claim over a right of another person”, Final Report, 2014; DOROTHEE EINSELE, “Die Forderungsabtretung nach der Rom I-Verordnung: – Sind ergänzende Regelungen zur Drittwirksamkeit und Priorität zu empfehlen?”, *RabelsZ*, 2010, 91-117; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Assignment of claims in the Rome I Regulation: Article 14”, cit., 217 e ss.; LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiro”, cit., pp. 257-258; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La cesión de créditos: reflexiones sobre los problemas de ley aplicable”, *Anuario de Derecho Civil*, 2003, n.º 3, pp. 163 e ss.; MARTA REQUEJO ISIDRO, *La cesión de créditos en el comercio internacional*, 2002, p. 228; UNCITRAL, *Legislative Guide to Secured Transactions*, “Chapter II. Creation of a security right (effectiveness as between the parties)”, pp. 65 e ss.

RDS XI (2019), 3-4, 627-662

Contrato de cessão de créditos entre cedente e cessionário (prestador e beneficiário). Os efeitos jurídico-obrigacionais (i.e., efeitos contratuais da cessão entre cedente e cessionário) são em regra regulados pela lei escolhida pelas partes (artigo 3.º/1 *ex vi* artigo 14.º/1 Roma I, sem prejuízo das regras de aplicação especial ou subsidiária nos termos do Regulamento Roma I);

- (1) *Relação entre cessionário e devedor (beneficiário e devedor).* A lei que regula o crédito (i.e., o contrato do qual emerge o crédito cedido) é a lei que regula a relação entre o cessionário e o devedor, bem como a sua suscetibilidade de cessão, as condições de oponibilidade da cessão ao devedor e em que medida as obrigações do devedor são cumpridas com efeito liberatório (cfr. artigo 14.º/2 Roma I). O artigo 14.º/2 Roma I assenta no princípio do estatuto do crédito (“Forderungss-tatut”) como elemento essencial de proteção do devedor, o qual não pode ver a sua relação com o credor (original) afetada por ato de terceiro⁸¹. A lei que regula o crédito cedido determina ainda as condições e requisitos para que a cessão seja eficaz face ao devedor, incluindo p. ex. a exigência de notificação da cessão ao devedor⁸². No entanto, a oponibilidade da cessão a terceiros que não o devedor (em especial credores do cedente) não é regulada pelo artigo 14.º Roma I⁸³, conforme analisado em seguida.
- (2) *Oponibilidade da cessão a terceiros (que não o devedor).* A expressão eficácia jurídico-real da cessão ou oneração de um crédito é geralmente empregue para designar a “oponibilidade” a terceiros” dessa operação⁸⁴. É importante sublinhar que o artigo 14.º/2 Roma I apenas é aplicável à eficácia da cessão ao *devedor*, mas não face a terceiros, como p. ex. credores do cedente. A Proposta de Regulamento sobre a oponibilidade da cessão de créditos a terceiros visa colmatar esta lacuna, prevendo como regra geral que a validade e eficácia da cessão perante

⁸¹ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Assignment of claims in the Rome I Regulation: Article 14”, p. 218; ALTHAMMER/KÜHLE, *Rome I Regulation Pocket Commentary*, cit., pp. 437–438.

⁸² FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Assignment of claims in the Rome I Regulation: Article 14”, p. 218; ALTHAMMER/KÜHLE, *Rome I Regulation Pocket Commentary*, cit., 438; ver também justificação da COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo à lei aplicável à oponibilidade a terceiros das cessões de créditos* (COM/2018/096 final), p. 10.

⁸³ Cfr. artigo 5.º/a) da Proposta de Regulamento; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Assignment of claims in the Rome I Regulation: Article 14” cit., p. 218; ALTHAMMER/KÜHLE, *Rome I Regulation Pocket Commentary*, cit., 439.

⁸⁴ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Derecho Internacional Privado*, cit., §28.19.

deve ser regulada pela lei do país da residência habitual que o cedente tiver à data da cessão⁸⁵.

Não obstante esta regra geral da Proposta de Regulamento, são previstas regras especiais no caso de (i) dinheiro depositado em conta bancária (artigo 4.º/2/a), cfr. analisado supra); e (ii) créditos decorrentes de instrumentos financeiros (artigo 4.º/2/b)). Adicionalmente, prevê-se que cedente e cessionário podem decidir que a lei aplicável ao crédito cedido será igualmente aplicável à oponibilidade a terceiros das cessões de créditos com vista à titularização (artigo 4.º/3 da Proposta de Regulamento). Nos termos do artigo 5.º da Proposta de Regulamento, a lei designada regula nomeadamente as seguintes matérias: a) os requisitos para garantir a oponibilidade da cessão a terceiros que não sejam o devedor, nomeadamente as formalidades de registo ou publicação; b) a prioridade dos direitos do cessionário sobre os direitos de outro cessionário do mesmo crédito; c) a prioridade dos direitos do cessionário sobre os direitos dos credores do cedente; d) a prioridade dos direitos do cessionário sobre os direitos do beneficiário da transferência do contrato relativo ao mesmo crédito; e) a prioridade dos direitos do cessionário sobre os direitos do beneficiário da novação do contrato sobre o devedor, relativamente ao mesmo crédito.

Solução no direito português atual. No caso das garantias financeiras (seja sob a forma de penhor de créditos ou de cessão em garantia), o beneficiário da garantia pretende assegurar que a cessão ou oneração do crédito são oponíveis ao devedor do crédito, mas também a terceiros, em especial aos credores do cedente. Face à Proposta de Regulamento (caso venha a ser aprovada), a questão da determinação da lei aplicável no ordenamento nacional ficaria parcialmente resolvida⁸⁶.

Até à adoção e entrada em vigor do regulamento europeu, as dúvidas mantêm-se no ordenamento português. Não obstante este ponto não ser isento de dúvidas, julgamos que duas alternativas devem ser consideradas: (i) a lei da residência habitual do cedente, em linha com a proposta da Comissão Europeia (incluindo as exceções previstas na proposta); ou (ii) a lei do contrato de cessão de créditos, uma vez que se a cessão é válida e eficaz face ao cedente ao abrigo da lei do contrato de cessão do crédito, não existem propriamente

⁸⁵ Artigo 4.º/1 da *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo à lei aplicável à oponibilidade a terceiros das cessões de créditos* (COM/2018/096 final).

⁸⁶ O artigo 1.º/2 da Proposta de Regulamento prevê um conjunto de situações em que o regulamento não é aplicável. Nesses casos, a lei aplicável continuaria a ser determinada ao abrigo das normas nacionais de cada Estado-Membro.

razões para não aceitar essa eficácia face a terceiros, nomeadamente os credores do cedente⁸⁷.

Parece-nos que esta última solução poderá ser acolhida como regra geral no ordenamento nacional atual, na ausência de norma expressa sobre a matéria, devendo a validade da cessão ou oneração do crédito entre cedente e cessionário (e também face a terceiros) ser regulada, em regra, pela lei do contrato de cessão ou de garantia (cfr. artigo 41.º/1 CC), sendo que julgamos que não deve ser excluída a aplicação do artigo 14.º/1 Roma I nesta situação, ainda que por analogia⁸⁸. No que toca à eficácia da cessão do crédito face ao devedor, será aplicável a lei que regula o crédito cedido (cfr. artigo 14.º/2 Roma I)⁸⁹.

III.B – *Âmbito do RGF e aplicação a garantias constituídas ao abrigo de lei estrangeira*

O RGF, à semelhança da Diretiva 2002/47/CE, prevê um conjunto de elementos subjetivos e objetivos para que uma garantia seja qualificada como garantia financeira. Nesse sentido, a primeira questão que se colocará para efeitos de aplicar o artigo 21.º RGF será caracterizar o contrato em causa de modo a determinar se o mesmo constitui uma garantia financeira, questionando-se nesse caso se essa qualificação deve ser efetuada tendo por base os elementos previstos nos artigos 3.º a 7.º RGF de forma integral. Numa situação puramente interna, a questão não oferece dúvidas: nos termos do artigo 2.º/1 RGF, o regime apenas é aplicável às garantias que cumpram os requisitos previstos nos artigos 3.º a 7.º RGF. Mas numa situação que envolva aspetos transnacio-

⁸⁷ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Assignment of claims in the Rome I Regulation: Article 14” cit., pp. 233 e 248-249, embora concedendo que a matéria de um conflito de títulos sobre o mesmo crédito teria de ser regulada pela lei que regula o crédito cedido.

⁸⁸ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Assignment of claims in the Rome I Regulation: Article 14” cit., p. 249; ver também ALTHAMMER/KÜHLE, *Rome I Regulation Pocket Commentary*, cit., pp. 440-441, defendendo que a questão da titularidade do crédito já é resolvida pelo artigo 14.º/1 Roma I, cit. RAINER HAUSMANN, *Staudinger IPR (Internationales Vertragsrecht 2*, 2011, Artigo 14 Rom I-VO, §35; no sentido de o artigo 14.º/1 ser aplicável no caso de ordenamentos em que cessão do crédito opera consensualmente, v. H. LABONTÉ, *Forderungsabtretung international: Artigo 14 Rom I-Verordnung und seine Reform*, 2016, p. 143 in PETER MANKOWSKI, “Proprietary aspects of assignments of claims”, p. 32, nota 37.

⁸⁹ Em qualquer caso, considerando a regra de determinação da lei aplicável aos efeitos da insolvência nos termos do EIR 2015 cfr. artigo 2.º/9/viii) (ver IV.B.1 *infra*), será aconselhável tomar em conta também a lei do Estado de residência/COMI do terceiro que deve satisfazer o crédito.

nais, a questão não é completamente clara. Três dúvidas em especial podem ser suscitadas a este respeito:

1. Os sujeitos previstos no artigo 3.º/1 RGF abrangem entidades estabelecidas ou autorizadas fora de Portugal?
2. As proteções previstas no RGF em matéria de insolvência aplicam-se a garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei estrangeira?
3. Se sim, os elementos previstos nos artigos 3.º a 7.º RGF são integralmente aplicáveis?

1 – O RGF é aplicável a entidades estabelecidas ou autorizadas fora de Portugal (incluindo países terceiros)

Quanto à primeira questão, parece claro que o RGF é aplicável quando as entidades previstas no artigo 3.º/1 estejam estabelecidas ou sejam autorizadas fora de Portugal, desde que exista um elemento de conexão com o território português (p. ex., o bem o objeto de garantia estar situado em Portugal ou uma das contrapartes estar estabelecida em Portugal).

O elenco do artigo 3.º/1 RGF refere de forma expressa em algumas alíneas entidades estabelecidas fora de Portugal (p. ex., a al. b) que se refere a “outros bancos centrais”, além do BCE, do FMI, do BEI ou do Banco de Pagamentos Internacionais). No caso de outras alíneas, não existe restrição expressa a entidades sediadas ou estabelecidas em Portugal, como p. ex. no caso das als. a), d) e e), sendo por isso de admitir que essas alíneas abrangem igualmente entidades públicas ou pessoas coletivas de direito estrangeiro.

No caso da al. c), que se refere a instituições sujeitas a supervisão prudencial, é previsto um elenco de entidades que é definido por remissão a normas específicas de direito interno⁹⁰, p. ex., as instituições de crédito são definidas por referência ao artigo 2.º/1 RGIC, e as empresas de investimento são definidas por referência ao artigo 293.º/2 CVM. Essas definições podem ser redutoras, na medida em que se referem a tipos de entidades que podem existir apenas à luz do ordenamento jurídico português (p. ex., o tipo de “sociedade corretora” e outros previstos no artigo 293.º/2 CVM), o que pressupõe tratar-se de entidades autorizadas em Portugal. Esse entendimento deve, naturalmente,

⁹⁰ A maioria das remissões e diplomas a que se referem estão hoje desatualizadas e devem ser interpretadas de forma atualista para as normas correspondentes dos mesmos diplomas ou equivalentes.

ser afastado. Desde logo porque o conceito fundamental é o conceito geral de “instituições sujeitas a supervisão prudencial”, sendo o elenco de entidades previsto nas subalíneas i) a vi) do artigo 3.º/1/c) exemplificativo, o que também resulta da expressão “incluindo” prevista na al. c). Por outro lado, importa efetuar uma interpretação conforme ao Direito da União Europeia, devendo por isso ser consideradas as categorias mais amplas previstas no artigo 1.º/2 Diretiva 2002/47/CE, como p. ex. a definição de “empresa de investimento” na aceção da Diretiva 2014/65/UE (DMIF II).

Por último, importa notar que o conceito de instituições sujeitas a supervisão prudencial abrange igualmente entidades estabelecidas ou autorizadas em país terceiro, i.e., que não seja membro da União Europeia⁹¹. Este aspeto poderia ser questionado tendo em consideração que o artigo 1.º/2/c) Diretiva 2002/47/CE define várias entidades por remissão para diretivas setoriais, que em regra (mas não exclusivamente) se referem apenas a entidades autorizadas na UE. No entanto, tal entendimento deve igualmente ser afastado. Desde logo porque também a Diretiva 2002/47/CE prevê apenas um elenco exemplificativo de instituições financeiras sujeitas a supervisão prudencial, o que permite abranger entidades de países terceiros. Por outro lado, os tipos de entidades previstas, quer no RGF, quer na Diretiva 2002/47/CE, têm de ser aplicados no caso de entidades de países terceiros de acordo com o princípio de equivalência funcional⁹², ou seja, considerando as características da entidade estrangeira e, subsequentemente, se é funcionalmente equivalente ao tipo de entidade previsto na lei nacional ou europeia⁹³.

Donde resulta a possibilidade de o prestador e/ou beneficiário de uma garantia financeira serem uma entidade de país terceiro, desde que sejam funcionalmente equivalentes a uma das entidades previstas no artigo 1.º/2 Diretiva 2002/47/CE (ou no artigo 3.º/1 RGF), sendo que os conceitos de “instituições sujeitas a supervisão prudencial” (al. c)) e de “pessoa coletiva” (al. f) do artigo 3.º/1 RGF) são suficientemente amplos para permitirem uma aplicação a um espetro alargado de entidades.

⁹¹ YEOWART/PARSONS, *Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral*, §§2.09-2.10, p. 40, que salienta que os trabalhos preparatórios da Diretiva 2002/47/CE evidenciam de forma clara que a omissão de uma restrição territorial foi intencional, dado que na versão original da Diretiva 2002/47/CE era previsto que beneficiário e prestador da garantia tinham de ser entidades estabelecidas na União Europeia, tendo subsequentemente estas definições sido abandonadas.

⁹² FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Derecho Internacional Privado*, cit., §21.19.

⁹³ A questão não se colocará em princípio no caso de entidades autorizadas na União Europeia, atendendo aos conceitos harmonizados empregues, permitindo essa correspondência imediata.

2 – As proteções previstas no RGF em matéria de insolvência aplicam-se a garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei estrangeira

Prevendo o RGF uma norma de conflitos especial (artigo 21.º RGF), que designa o direito aplicável à constituição de garantias financeiras que tenha por objeto valores mobiliários escriturais, poderá questionar-se a possibilidade de aplicação das regras materiais previstas no RGF a garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei estrangeira (sendo aliás esta lei a que regula as formalidades necessárias à execução da garantia, cfr. al. g) do artigo 21.º RGF).

No entanto, conforme já acima analisado, apesar de a garantia ser constituída ao abrigo de lei estrangeira e de a execução da garantia ser regulada por essa lei, os efeitos da insolvência (designadamente do prestador da garantia) sobre essa garantia não são necessariamente regulados pela lei designada pelo artigo 21.º RGF (ou outra das normas de conflitos materiais gerais), conforme analisado *infra* (Secção IV)⁹⁴. Assim, é possível que um tribunal português tenha de considerar os efeitos da insolvência sobre uma garantia financeira constituída ao abrigo de lei estrangeira e, nesse caso, a aplicação das proteções previstas no RGF em matéria de insolvência e situações análogas (cfr. artigos 16.º a 20.º RGF) podem ser relevantes⁹⁵.

Parece-nos claro que as proteções previstas no RGF em caso de insolvência e situações análogas (processo de liquidação e medidas de saneamento), previstas nos artigos 16.º a 20.º, são aplicáveis a garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei estrangeira. Desde logo porque uma diferente solução seria contrária à Diretiva 2002/47/CE e aos fins prosseguidos por esta, que cria praticamente um regime de “reconhecimento mútuo” nos Estados-Membros deste tipo de garantias. Por outro lado, como as normas de conflitos em causa, incluindo o artigo 21.º RGF, são normas universais (i.e., tanto podem determinar a aplicação de uma lei de um Estado-Membro como de país tercei-

⁹⁴ Se pensarmos no caso de uma Empresa A, com sede em Portugal, que preste uma garantia financeira que tem por objeto valores mobiliários escriturais registados em conta aberta junto de intermediário estabelecido na Bélgica, a lei belga irá regular a constituição da garantia bem como as formalidades da sua execução em caso de incumprimento (artigo 21.º/g) RGF). No entanto, numa situação em que a Empresa A entre em insolvência, a lei que regula os efeitos da insolvência sobre a garantia validamente constituída ao abrigo da lei belga não é determinada pelo artigo 21.º RGF, mas sim pelas normas de conflitos em matéria de insolvência, e.g. CIRE ou EIR 2015.

⁹⁵ De notar que o artigo 16.º/3 CIRE salvaguarda precisamente as proteções previstas no RGF. Mesmo que as normas de conflitos em matéria de insolvência prevejam salvaguardas ou remissões nesses casos, a aplicação das proteções previstas no RGF são, ainda assim, relevantes do ponto de vista da previsibilidade e certeza jurídica.

ro)⁹⁶, decorre daqui que essas proteções têm igualmente de se aplicar a garantias financeiras constituídas ao abrigo da lei de país terceiro. Isto significa, nomeadamente, que o artigo 16.º/3 CIRE é aplicável também às garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei estrangeira (sem prejuízo das proteções adicionais que possam resultar das normas de conflitos aplicáveis ao abrigo do CIRE ou do EIR 2015, cfr. analisado infra na Secção IV).

3 – Elementos exigíveis para aplicar proteções do RGF a garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei estrangeira

Uma vez determinado que as proteções previstas no RGF em matéria de insolvência e situações análogas são aplicáveis também a garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei estrangeira, a dúvida que se coloca é se essas garantias têm necessariamente de preencher todos os requisitos subjetivos e materiais previstos nos artigos 3.º a 7.º RGF (cfr. artigo 2.º/1) de modo a poderem beneficiar daquelas proteções.

A dúvida coloca-se desde logo porque a Diretiva 2002/47/CE admite variações quanto a esses elementos e, além do mais, alguns Estados-Membros podem ir além da diretiva. Por outro lado, pode estar em causa uma garantia constituída ao abrigo de lei de país terceiro, o qual não está obviamente condicionado pelos parâmetros da Diretiva 2002/47/CE e da consequente harmonização europeia.

Julgamos que podem ser consideradas três soluções principais:

- (i) A aplicação das proteções do RGF (e do artigo 21.º) depende de a garantia em causa cumprir os requisitos previstos nos artigos 3.º a 7.º RGF – Esta solução deve ser recusada, na medida em que a Diretiva 2002/47/CE prevê determinadas opções e confere margem de discricionariedade aos Estados-Membros quanto ao âmbito material ou subjetivo das garantias financeiras, sendo que ao mesmo tempo a Diretiva 2002/47/CE pretende claramente assegurar um reconhecimento mútuo pelos Estados-Membros das garantias constituídas de acordo com a lei nacional aplicável (cfr. Considerando 8);
- (ii) A aplicação das proteções do RGF (e do artigo 21.º) depende apenas de estarmos perante uma garantia, cabendo depois à lei designada qualificar se estamos ou não perante uma garantia financeira na aceção da sua lei nacional – Esta posição aproxima-se daquela que parece

⁹⁶ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera”, cit., p. 231.

ser defendida por alguns autores⁹⁷, que sustentam que a aplicação da norma de conflitos da Diretiva 2002/47/CE que regula a constituição de direitos reais sobre valores escriturais não é limitada pelo âmbito de aplicação material e/ou subjetivo da norma nacional da *lex fori* que transpôs a Diretiva 2002/47/CE. Como esta diretiva pretende estabelecer um conjunto de regras comuns aplicáveis aos acordos de garantia financeira, mas confere margem aos Estados-Membros quanto ao seu âmbito de aplicação subjetivo e material, podendo optar por uma transposição mais ou menos ampla, numa situação transfronteiriça a lei relevante para determinar esse âmbito não é a *lex fori* mas sim a lei designada pela norma de conflitos aplicável (p. ex. artigo 21.º RGF no caso de valores escriturais). Esta solução parece razoável no caso de Estados-Membros da União Europeia, que estão vinculados aos elementos mínimos obrigatórios previstos na Diretiva 2002/47/CE, mas no caso da lei de países terceiros a questão pode ser menos clara, conforme analisado em seguida.

- (iii) A aplicação das proteções do RGF (e do artigo 21.º) depende de estarmos perante uma garantia que preencha os elementos nucleares das garantias financeiras – A aplicação do artigo 21.º RGF pressupõe um exercício de qualificação, sendo necessário verificar se estamos perante uma “garantia” que preencha o núcleo fundamental do que constitui uma garantia financeira na aceção da Diretiva 2002/47/CE. A concretização precisa desse núcleo não é inteiramente clara, mas parece-nos que abrangerá necessariamente os seguintes elementos: a natureza das obrigações financeiras garantidas (artigo 4.º) e do objeto (artigo 5.º/1, mas não a exclusão prevista no n.º 2 deste artigo). É duvidoso se abrangerá as exigências de desapossamento (artigo 6.º) e de prova (artigo 7.º), embora os Considerandos 9 e 11 apontem quanto à exigência do controlo do beneficiário da garantia e da suscetibilidade de prova, requisitos que pela sua abrangência não nos choca que sejam também exigidos para se aplicar a norma de conflitos do artigo 21.º RGF e, concomitantemente, as proteções previstas no RGF em matéria de insolvência. Parece-nos que o âmbito subjetivo (artigo 3.º) não integra o núcleo essencial do conceito de garantia financeira para efeitos do

⁹⁷ FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “La ley aplicable a los acuerdos de garantía financiera”, cit., p. 233. Assim, defende o A., se a lei aplicável à constituição da garantia financeira permitir que o prestador de uma garantia financeira seja uma pessoa singular, o tribunal do foro deverá à partida reconhecer a validade dessa garantia financeira mesmo que ela não seja permitida nesses termos de acordo com a lei do foro.

artigo 21.º RGF e da aplicação do RGF a garantias constituídas ao abrigo de lei estrangeira⁹⁸, assim como as restrições ao objeto da garantia previstas no artigo 5.º/2 RGF (tendo, em conta o previsto no artigo 1.º/3 e als. b) e c) do n.º 4 da Diretiva 2002/47/CE).

Caberá assim à lei designada pela norma de conflitos aplicável definir as contrapartes que podem ser prestadores e/ou beneficiários de garantias financeiras, designadamente adotando um critério mais restrito (dentro do limite mínimo permitido pela Diretiva 2002/47/CE) ou mais amplo, devendo o tribunal português à partida reconhecer a validade dessa garantia financeira, não obstante o âmbito subjetivo do RGF (no que se refere, portanto, às garantias financeiras constituídas ao abrigo de lei portuguesa) poder ser mais restrito⁹⁹. Do mesmo modo, um tribunal de um Estado-Membro deve reconhecer uma garantia financeira constituída ao abrigo da lei portuguesa, em que o prestador da garantia seja uma pessoa coletiva (artigo 3.º/1/f) RGF), mesmo que ao abrigo da sua lei nacional tenha sido exercida a opção de excluir essas contrapartes nos termos do artigo 1.º/3 Diretiva 2002/47/CE.

III.C – *As matérias reguladas pela lei aplicável*

Uma vez determinada qual a lei aplicável à constituição da garantia financeira, pode suscitar-se a dúvida sobre o alcance jurídico-material da remissão para essa lei¹⁰⁰. Essa determinação é facilitada pelo elenco de matérias referidas no artigo 21.º RGF, que ficam sujeitas à lei designada por aquela norma, nomeadamente: a) qualificação e os efeitos patrimoniais da garantia; b) os requisitos relativos à celebração de um contrato de garantia financeira; c) a prestação de uma garantia ao abrigo de determinado contrato de garantia financeira; d) as formalidades necessárias à oponibilidade a terceiros do contrato de garantia financeira e da prestação da garantia financeira; e) a relação entre o direito de propriedade ou outro direito de determinada pessoa a uma garantia financeira

⁹⁸ Ainda assim, face ao elenco de sujeitos previstos na Diretiva 2002/47/CE, sendo claro que cada Estado-Membro está obrigado a reconhecer os garantias financeiras constituídas ao abrigo da lei de outro Estado-Membro que preveja um âmbito subjetivo mais alargado do que o âmbito da sua lei nacional, pode pôr-se a dúvida sobre se os Estados-Membros estão obrigados a reconhecer um âmbito subjetivo que vá além do expressamente permitido na diretiva. O caso das pessoas singulares é um exemplo, embora conforme acima referido alguma doutrina defenda esse reconhecimento.

⁹⁹ Cfr. artigo 21.º/a) e b) RGF, nos termos das quais, a qualificação da garantia e os requisitos relativos à sua celebração são regulados pela lei da conta relevante.

¹⁰⁰ Artigo 15.º CC. Ver LUÍS DE LIMA PINHEIRO, *Direito Internacional Privado*, I, 3.ª ed., 2018, p. 594.

e outro direito de propriedade concorrente (preferência ou prioridade de direitos); f) a qualificação de uma situação como de aquisição do objeto da garantia pela posse de terceiro de boa fé; g) as formalidades necessárias à execução da garantia.

O elenco de matérias previsto no artigo 21.º RGF corresponde às “normas que, pelo seu conteúdo e pela função que têm nessa lei, integram o regime do instituto visado na regra de conflitos” (artigo 15.º CC), pelo que valerá igualmente no caso da lei designada ao abrigo da norma de conflitos aplicável à constituição de garantias que tenham por objeto numerário ou créditos, na aceção do RGF.

IV – Conclusão intercalar

Na análise da situação das garantias financeiras no contexto das insolvências com uma dimensão plurilocalizada é essencial distinguir a lei aplicável à constituição das garantias face à lei que regula os efeitos da insolvência sobre essas garantias. Nesta primeira parte analisámos as principais regras quanto à determinação da lei aplicável à constituição das garantias financeiras, tendo em conta os vários tipos de bens que podem ser objeto destas garantias. O facto de as garantias financeiras terem frequentemente por objeto bens incorpóreos implica o recurso a regras especiais (designadamente quanto à localização jurídica do bem) que tenham em conta a natureza específica destes bens.

A determinação da lei aplicável à constituição das garantias financeiras é um passo prévio à determinação dos efeitos da insolvência sobre essas garantias. Na segunda parte iremos analisar as regras quanto à determinação da lei que regula os efeitos da insolvência com elementos de conexão internacional sobre as garantias financeiras, tendo em conta nomeadamente os diferentes regimes em função da natureza financeira ou não da entidade insolvente.