



LISBON  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT  
UNIVERSIDADE DE LISBOA

**MESTRADO**  
**CIÊNCIAS EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**A DESMATERIALIZAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO.  
EVOLUÇÃO E PROSPETIVA.**

**ANÍBAL MANUEL PEREIRA DO NASCIMENTO**

**JANEIRO – 2017**



LISBON  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT  
UNIVERSIDADE DE LISBOA

**MESTRADO**  
**CIÊNCIAS EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**A DESMATERIALIZAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO.  
EVOLUÇÃO E PROSPETIVA.**

**ANÍBAL MANUEL PEREIRA DO NASCIMENTO**

**ORIENTAÇÃO:**

**PROFESSOR JOSÉ DIAS LOPES**

**JANEIRO – 2017**

## Resumo

O mundo financeiro atravessa uma fase de grandes mudanças, tanto a nível estrutural como regulamentar. O objetivo desta dissertação é neste contexto, estudar a relevância dos títulos ainda com suporte físico.

São diversas as transformações que impactam atualmente o mercado global de *post-trade*. Exemplo disso é a implementação de novos mecanismos e regulamentações (*TARGET-2 Securities* e *Central Securities Depositories Regulation*), mas também a crescente aposta das instituições financeiras nas parcerias estratégicas e no *outsourcing*. Para além disso há também a importância da standardização e da automatização dos processos.

O que é pretendido com este trabalho é o de evidenciar as razões que levam à emissão de novos títulos físicos e os motivos que possam estar a impedir uma total desmaterialização.

De forma a conseguir uma visão concreta desta problemática, utilizou-se o método de *Delphi*. Esta metodologia permitiu obter, junto de profissionais na área do *post-trade*, respostas às questões principais envolvendo os valores mobiliários em papel.

Foi possível chegar ao consenso de que uma total desmaterialização é irreversível. Para isso tanto os governos como as principais instituições interessadas terão de fazer esforços conjuntos para atingir esse objetivo.

**Palavras-chave:** mercados financeiros, *post-trade*, valores mobiliários, títulos físicos, desmaterialização.

## **Abstract**

The financial world is going through major changes, both on a structural and regulatory level. The objective of this article is to study the relevance of physical securities in this context.

There are several transformations that currently impact the global post-trade market. The implementation of new mechanisms and regulations such as TARGET-2 Securities and Central Securities Depositories Regulation, reflects this. Furthermore, there is the growing focus on strategic partnerships and outsourcing. There is also the importance of standardization and the automatism of processes.

The purpose of this work is to highlight the reasons that lead to the issuance of new physical securities and the ones that may be preventing a complete dematerialization.

The Delphi method was used in order to obtain a full vision of this issue. Thanks to the help of professionals in the post-trade area, an answer to the main points affecting securities in paper was found.

There is a consensus that total dematerialization is irreversible. Nevertheless, in order to achieve this goal, it is important that both governments and key institutions make joint efforts.

**Key-words:** financial markets, post-trade, securities, physical securities, dematerialization.

## **Agradecimentos**

Na realização deste Trabalho Final de Mestrado contei com o apoio de diversas pessoas a quem gostaria de agradecer. Em primeiro lugar, o meu sincero obrigado ao Prof. José Dias Lopes pela disponibilidade, prestabilidade e exigência com que me orientou.

Agradeço também aos meus colegas de trabalho, em particular a minha chefia e a todos aqueles que aceitaram participar nos questionários.

Finalmente e como não poderia deixar de ser, agradeço à minha família, particularmente aos meus pais e à minha irmã Helena. Agradeço também aos meus amigos, em especial à Fabiane.

## ÍNDICE

<b>RESUMO</b> .....	<b>I</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>II</b>
<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	<b>III</b>
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	<b>V</b>
<b>ÍNDICE DE TABELAS</b> .....	<b>V</b>
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>1</b>
<b>2. REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>3</b>
2.1 Securities e Post-Trading .....	3
2.1.1 <i>As barreiras do post-trading – a harmonização dos mercados e da estrutura legal e regulatória na Europa</i> .....	5
2.1.2 <i>A complexidade dos serviços de back-office: especialização e criação de parcerias</i> .....	10
2.1.3 <i>A automatização e standardização operacional: cooperação e comunicação</i> ..	13
2.1.4 <i>A evolução da eliminação dos títulos físicos</i> .....	16
2.2 Resumo e síntese da revisão de literatura.....	20
2.2.1 <i>Resumo da revisão de literatura</i> .....	20
2.2.2 <i>Síntese da revisão de literatura</i> .....	24
<b>3 MÉTODO E INVESTIGAÇÃO</b> .....	<b>26</b>
3.1 Enquadramento metodológico .....	26
3.2 O Método de <i>Delphi</i> .....	26
3.3 Painel de Especialistas .....	28
3.4 Questionários .....	29
<b>4 RESULTADOS</b> .....	<b>30</b>
4.1 Resultados – Primeiro Questionário .....	30
4.2 Resultados – Segundo Questionário .....	32
<b>5 CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES</b> .....	<b>34</b>
5.1 Conclusões.....	34
5.2 Limitações .....	36
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>37</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>41</b>

## **Lista de figuras**

Figura 1 – Matriz de Decisão .....	12
------------------------------------	----

## **Índice de tabelas**

Tabela 1 – Resultados 2015 .....	4
Tabela 2 – Síntese de Revisão de Literatura .....	24

## 1. INTRODUÇÃO

Os mercados de capitais têm uma história de centenas de anos, todavia nos anos mais recentes a globalização e a inovação tecnológica alteraram profundamente o modo de operar nestes mercados.

Os títulos físicos que foram, desde sempre, a forma usual de demonstração da subscrição de produtos financeiros têm sido progressivamente substituídos por registos exclusivamente eletrónicos.

Os valores mobiliários em papel são essencialmente objetos tangíveis em forma de papel que incorporam direitos de propriedade ou de dívida a quem os detém (Chun, 2012). O grande problema com a generalidade dos títulos físicos é que são dispendiosos, vulneráveis e um grande obstáculo à rápida transação (Computershare, 2013).

Ao longo dos últimos anos tem havido grandes mudanças nos mercados com a implementação de novas regulamentações e mecanismos. Estas alterações trouxeram uma maior necessidade de acelerar o processamento das transações financeiras (Probert & Ali, 2014). Para além disso existe um constante aumento da concorrência o que obriga os diversos participantes a procurar novas formas de atingir vantagem competitiva face aos concorrentes (Scott, 2009). A tangibilidade dos títulos pode constituir um obstáculo ao dinamismo dos mercados, sendo que a informatização dos processos permitiu atenuar o seu impacto (Colladon, 2015).

Neste contexto de rápida mudança surge o estudo sobre a importância dos títulos físicos e da sua total desmaterialização.



Este trabalho pretende essencialmente compreender porque razão ainda circulam valores mobiliários em papel nos mercados financeiros, apesar de todas as desvantagens associadas aos mesmos e a realidade atual dos mercados.

Assim, pretende-se examinar os motivos que levam à emissão de novos títulos físicos e as razões que possam impedir uma total desmaterialização dos mais antigos.

Para realizar um estudo empírico que permita responder às principais questões em torno desta problemática utilizar-se-á o método de *Delphi*, que irá permitir obter respostas junto de profissionais da área. Este método poderá ajudar a ultrapassar o facto de haver pouca literatura académica a abordar esta temática. Graças às respostas do painel aos inquéritos, pretende-se entender porque é que estes títulos em papel continuam a existir e de que forma poderá ser atingida uma total eliminação dos mesmos.

A estrutura do presente trabalho terá inicialmente o capítulo da revisão de literatura onde em primeiro lugar é apresentada uma definição dos títulos e é também exposto o mercado de *post-trade* e a sua importância. Neste mesmo capítulo são abordadas as principais tendências deste mercado em três subcapítulos, havendo um último sobre a evolução e realidade atual dos títulos físicos. O capítulo seguinte aborda o método e a investigação, com o enquadramento metodológico, a apresentação do método de *Delphi*, tal como a exposição do painel de especialistas e dos questionários. No penúltimo capítulo são apresentados os resultados das rondas do método e finalmente haverá um capítulo com as conclusões retiradas tal como as limitações do estudo.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 Securities e Post-Trading

Os valores mobiliários, títulos financeiros ou *securities* em inglês, são diferentes termos para descrever ativos financeiros. O *Securities Act of 1933*<sup>1</sup> define-os da seguinte forma: “*The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, (...) or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.*” A definição é demasiado extensa para constar na sua totalidade nesta dissertação, mas este excerto demonstra bem que existem variadíssimas formas de títulos financeiros (Congresso dos Estados Unidos, 2012). Hoje em dia esses títulos são na sua maioria eletrónicos existindo, no entanto ainda valores mobiliários com suporte de papel.

O tratamento destes títulos requer uma panóplia de processos e serviços que no seu conjunto são denominados por *post-trading*. Todos estes serviços surgem logo após a execução de um negócio. Neles estão incluídos a intermediação, a liquidação e a custódia, sendo estes serviços prestados por instituições financeiras como *Central Securities Depository*<sup>2</sup> (CSD), bancos de custódia ou *brokers* (Association for Financial Markets in Europe , 2015).

O *post-trading* é um mercado complexo e dada a complexidade e diversidade dos títulos de valor mobiliário existentes, há diversas entidades que

---

<sup>1</sup> Conhecida como *truth in securities*, é a primeira grande lei que regula os mercados financeiros. Surgiu após o *Crash* de 1929 (Bumgardner, 2008).

<sup>2</sup> *Central Securities Depository*, na sua maioria são empresas privadas; os seus sistemas facilitam a transação de títulos dentro de um determinado mercado; prestarem serviços de custódia (Banco Central Europeu, 2009).

prestam todo o tipo de serviços a clientes que negociam, detêm ou emitem títulos (Maya & Bessiere, 2015). Um tipo de instituição financeira que presta esses serviços são os bancos de depósito, ou *custodian banks* em inglês. Estes têm um papel importante no tratamento de todos os títulos de valor mobiliário e exemplo disso são os números apresentados pelos principais *custodians* mundiais (Tabela 1).

**Tabela 1 – Resultados 2015<sup>3</sup>**

<b>Bancos de Depósito</b>	<b>Ativos sob custódia e/ou administração (bilhões USD)</b>
BNY MELLON	28,9
STATE STREET	27,5
JP MORGAN	19,9
CITIGROUP	15,1
BNP PARIBAS	9,9

*Fonte: Elaboração própria*

Atualmente os mercados de *post-trade* passam por grandes transformações, muito devido aos elevados custos e riscos que necessitam de ser reduzidos para além da necessidade de aumentar a eficiência de todo o processamento das operações (Probert & Ali, 2014). São várias as questões que têm vindo a ser revistas nos mercados, particularmente na Europa com a implementação do *TARGET-2 Securities*, ou a crescente tendência de terceirização de serviços de *back-office* por parte dos mais diversos agentes financeiros (Scott, 2009).

---

<sup>3</sup> Dados retirados dos Balanços Anuais de 2015 dos respetivos bancos de depósito.

### **2.1.1 As barreiras do post-trading – a harmonização dos mercados e da estrutura legal e regulatória na Europa**

De uma forma muito geral, ao longo destas últimas décadas tem-se assistido a fortes mudanças no mercado global de *post-trade*. Diversos autores têm acompanhado todas estas mudanças de perto e são vários os artigos a abordar estas temáticas, sobretudo no âmbito das mais recentes evoluções na Europa.

O mercado europeu de *post-trade* está longe de ser um mercado único, sendo este uma complexa estrutura fragmentada com as mais diversas legislações e entidades (Belghazi, 2011). As fontes desta fragmentação foram expostas pelas Barreiras de *Giovannini*, apresentadas pelo *The Giovannini Group* em 2001. Estas barreiras são os principais obstáculos à verdadeira integração do mercado europeu (Wageningen, 2013) e estão divididas em três categorias: requerimentos técnicos e práticas locais, diferenças legais e procedimentos fiscais. A primeira categoria está maioritariamente ligada ao sector privado enquanto o segundo grupo são problemáticas que têm de ser resolvidas pelos governos nacionais ou pela União Europeia (Scott, 2009).

A meta da identificação destas barreiras foi a de conhecer a origem das ineficiências do mercado e avaliar as estruturas existentes na altura. O objetivo final era o de as eliminar, substituindo-as posteriormente por um leque de padrões técnicos, regras e regulamentações adequadas que pudessem eliminar toda esta fragmentação (Wageningen, 2013).

O sector tem feito progressos relevantes ao longo dos últimos anos. Porém em algumas áreas será necessário um esforço acrescido para atingir o

objetivo de uma harmonização total do mercado europeu. É neste contexto que surge o *TARGET-2 Securities (T2S)* e a *Central Securities Depositories Regulation (CSDR)* (Wageningen, 2013).

Tanto o T2S como a CSDR têm uma grande importância para o futuro do mercado europeu de *post-trade* e isso também está refletido na literatura mais recente. Vários são os autores que abordam estas problemáticas de forma mais ou menos aprofundada. Tim Garnons-Williams (2014) no seu artigo *Getting ready for TARGET2 Securities (T2S): The time is now*, aborda as questões mais técnicas associadas ao T2S e explica de que forma este vai mudar a realidade europeia.

Essencialmente o T2S é uma plataforma de liquidação de operações europeia que pretende facilitar as transações entre os mais variados mercados financeiros europeus (Garnons-Williams, 2014). Esta é uma iniciativa do Banco Central Europeu, que está na linha da frente da evolução no mercado europeu de *post-trade* (Dubrau, 2013).

Várias são as questões abordadas pelos diversos autores no âmbito do T2S. Uma das questões é o de qual será o papel dos mais diversos atores e participantes do mercado. Tanto os CSD, depositários e outros, terão um papel específico que lhes trarão diversos desafios (Garnons-Williams, 2014).

A implementação do T2S traz consigo uma forte mudança tecnológica também com a obrigatoriedade de todas as mensagens seguirem os padrões de mensagem ISO 20022. Todos os participantes diretos na plataforma, como as CSD ou bancos de depósito terão de adaptar os seus sistemas a estes padrões, o que traz consigo custos acrescidos para estas instituições. Já os

participantes indiretos poderão continuar a usar o tipo de mensagens ISO 15022 deixando a mudança para ISO 20022 para os seus CSD e depositários (Garnons-Williams, 2014).

Esta iniciativa vai recompensar no processamento de títulos reforçando a liquidez, graças a uma liquidação em tempo-real harmonizada por toda a Europa. Ao liquidar operações em tempo-real, os títulos e os fundos estarão disponíveis para reutilização muito mais depressa, aumentando a procura operacional e uma maior transferência de serviços prestados (Scott, 2009).

Parte da atividade de liquidação será retirada às CSD a favor da plataforma T2S. Isto poderá ser negativo para os depositários centrais pois vão perder atividade para bancos centrais e de depósito que anteriormente eram exclusiva das CSD (Dubrau, 2013).

A regulação das CSD foi anunciada pela Comissão Europeia em março de 2012 e tem vindo a ser implementada desde então. É vista como a continuação do T2S e traz consigo um enquadramento legal para a harmonização das estruturas dos diversos mercados europeus (Dubrau, 2013).

A CSDR surge a partir das Barreiras de *Giovannini*, o Código de Conduta (que tinha como objetivo melhorar a transparência e o acesso aos mercados), mas também a partir da Crise de 2008 a partir da qual a prevenção do risco passou a ser fulcral (Belghazi, 2011).

Soraya Belghazi (2011) refere os pontos que levaram a Comissão Europeia a querer legislar instituições, que a própria autora define como flexíveis e resistentes a períodos de stress. As razões que levaram a Comissão a elaborar a CSDR são várias, sendo as limitações da autorregulação, como o

Código de Conduta, ou a necessidade de eliminar os obstáculos à liquidação entre mercados, exemplos disso.

No se artigo de 2013 Soraya Belghazi cita Michel Barnier, comissário europeu do Mercado Interno e Serviços à época da apresentação da CSDR, que referiu os dois grandes objetivos desta regulamentação. Em primeiro lugar, que as CSD se mantenham resistentes a eventuais crises financeiras e sejam verdadeiros pilares do sistema financeiro. O segundo objetivo passa pela vontade de fazer o mercado de *post-trade* mais eficiente, promovendo a competição entre os diversos mercados.

Analisando o CSDR, Regulamento n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, este diz-nos que “*é essencial garantir a segurança e a fiabilidade de todas as CSDs e o cumprimento permanente de requisitos estritos em matéria de organização e de exercício da atividade e dos requisitos prudenciais (...) designadamente tomando todas as medidas razoáveis para lutar contra a fraude e a negligência*”. Tendo em conta isto, a União Europeia pretende com este regulamento legislativo criar regras uniformes que impactam todas as CSD de forma a melhorar a liquidação de valores mobiliários na EU.

Apesar do objetivo do CSDR ser o de melhorar a performance e sobretudo a segurança das CSD, este não está livre de críticas. Koen Vanderheyden e Tim Reucroft, questionam no seu artigo *Central Securities Depositories Regulation: The next systemic crisis waiting to happen?*, a necessidade da criação de novas regras. Os autores defendem que a pouca regulamentação existente era a necessária para o correto funcionamento das CSD, sendo que estas eram mais flexíveis e resistentes a crises do que aquilo

que serão com a CSDR. Os autores referem também que a decisão de harmonizar e melhorar a segurança e eficiência dos mercados, irá criar mais problemas do que aqueles que pretende resolver.

François Dubrau no seu artigo de 2013 enumera também as principais mudanças que o CSDR trouxe a traz consigo. Essas mudanças são por exemplo a uniformização de um leque de regras para o tratamento da liquidação de títulos ou então a definição daquilo que verdadeiramente pode ser processado e gerido pelas CSD. Estas áreas de mudança pretendem sobretudo equilibrar os mercados, abrindo-os a novos participantes e consequentemente o aumento da competitividade.

Hoje em dia as CSD são monopólios nacionais e o espaço para competitividade é reduzido. Este fator traz consigo ineficácias e elevados custos e preços para transações entre os diversos mercados (Wageningen, 2013).

Com a implementação do T2S e do CSDR, os modelos de negócio das CSD vão mudar e estas poderão virar-se para a prestação de serviços que tradicionalmente são prestados por bancos de custódia, de forma a serem mais competitivos (Brown, 2012).

Maior integração será alcançada graças a todas estas e outras mudanças nos mercados financeiros europeus. Para além da redução do risco e dos custos, aliado ao aumento da eficiência operacional (Wageningen, 2013), o objetivo da criação de um grande mercado único de *post-trade* como o dos EUA, estará mais próximo (Dubrau, 2013).



### **2.1.2 A complexidade dos serviços de back-office: especialização e criação de parcerias**

Outra temática também recorrente na literatura é o *outsourcing* de serviços e o estabelecimento de parcerias. Em Brown (2012) o autor defende as parcerias como um ponto fundamental para a evolução futura dos mercados financeiros.

Hoje em dia existe uma pressão regulatória no sector e um dos efeitos é o desvio de fundos para áreas ligadas à *compliance* em detrimento da inovação e do desenvolvimento. Isto coincide com a maior concorrência existente e a exigências por parte dos clientes (Brown, 2012). Tendo isto em conta e o facto de as receitas serem as mais baixas das últimas décadas, é importante que haja uma maior integração entre as instituições financeiras, para que estas possam ser financeiramente viáveis (Lannoo & Valiante, 2013).

Outro efeito que esta pressão regulatória tem é que para o mesmo volume de negócios, as instituições terão de assegurar que estão conforme às exigências regulamentares. Caso não haja uma boa utilização dos capitais, as instituições de *post-trading* acabarão por sofrer com isso, havendo uma retração do mercado (Brown, 2012).

Brown (2012) confronta dois pontos: o *do it all dilemma* contra a estratégia *do what you do best*. O primeiro ponto está por exemplo ligado às grandes multinacionais e às grandes fusões. O autor, baseando-se num estudo de Robert Holthausen, indica que estas fusões e a vontade de querer oferecer o maior número de serviços, ao maior número de clientes, ao invés de criar riqueza acabou por destruí-la.

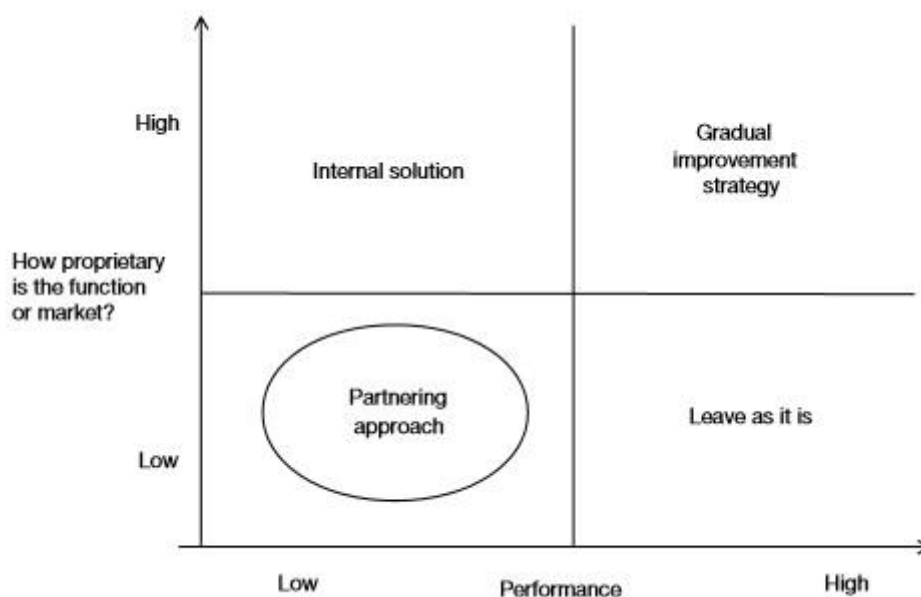
A preferência pela especialização de uma empresa em vez de esta tentar produzir o maior número de serviços possível está ligada à estratégia *do what you do best*. Uma instituição não tem de gastar recursos em produzir e prestar serviços para os quais não tem capacidade (Brown, 2012).

O *outsourcing* tem ganho também importância nos mercados financeiros pois isto permite às empresas reduzir custos e assim focar os seus recursos naquilo que acham que lhes poderá trazer vantagem competitiva. Existem cada vez mais instituições financeiras a terceirizar os seus *back-offices* de forma a reduzir custos (Scott, 2009).

Antes de uma empresa terceirizar um serviço deverá analisar se esse serviço lhe traz ou não vantagem competitiva em relação à concorrência. Para isso, Rob Scott (2009) no seu artigo *How to succeed in the new post-trade services landscape: Reduce risks, cut costs and get closer to clients* aborda a chamada Matriz de Decisão (Figura 1), que foi elaborada pela *Pricewaterhouse Coopers* e que no artigo tem algumas alterações feitas pelo autor.

A instituição deverá questionar-se em que medida é que um serviço pode ser considerado propriedade da mesma, para assim lhe trazer vantagem competitiva face à concorrência. Posteriormente terá de ser analisado o desempenho desse serviço. A partir daí a empresa tomará a sua decisão e caso a vantagem competitiva e o desempenho sejam baixos, talvez o mais indicado seja terceirizar esse mesmo serviço (Scott, 2009).

### **Figura 1 – Matriz de Decisão**



Fonte: Scott (2009)

O *outsourcing* na Europa é uma tendência cada vez mais forte, sobretudo para as instituições se tornarem mais rentáveis e baixarem os custos. Isto também para aumentar o volume de negócios, graças a uma oferta de maior qualidade (Dubrau, 2013).

Brown (2012) fala no seu artigo também do *smart-partnering* que é definido como uma relação em que ambas as partes estão comprometidas no sucesso da atividade que partilham. Existem cada vez mais fatores a forçarem a criação destas “parcerias inteligentes” que são por exemplo a necessidade de inovar, a maior competição existente ou a necessidade de baixar custos. É fundamental para o sucesso da parceria que no final, ambas as partes ganhem com a mesma.

É de ideia geral na literatura que a terceirização dos serviços pouco ou nada rentáveis de uma instituição, é uma boa forma para reduzir custos e se

concentrarem esforços naquilo que mais vantagem competitiva pode trazer a uma instituição.

O estabelecimento de parcerias estratégicas poderá transformar processos que são negativos par as instituições em processos de elevado rendimento, reforçando assim a oferta global ao cliente final (Scott, 2009).

Graças à especialização e à diferenciação em relação à concorrência as instituições financeiras de *post-trade* poderão ter mais sucesso, conseguindo vantagem competitiva. Os preços oferecidos aos clientes devem ser baseados no valor da oferta e não nos custos (Brown, 2012).

### **2.1.3 A automatização e standardização operacional: cooperação e comunicação**

O ciclo de liquidação, *settlement cycle* em inglês, dos mercados não é homogéneo e vai variando de mercado para mercado. Com o T2S o ciclo de liquidação será harmonizado a nível europeu para T+2 (Garnons-Williams, 2014) que é o padrão global (Probert & Ali, 2014).

Um ponto que dificulta a adoção do T+2 a um nível global é a negociação entre diferentes fusos horários (Probert & Ali, 2014). Se na Europa de T2S os fusos horários não variam de forma significativa, o mesmo não se pode dizer da diferença horário entre Nova Iorque e Hong Kong.

No estudo Probert e Ali (2014), que aborda a temática da redução do ciclo de liquidação, um dos pontos que os autores referem é que com a redução do ciclo, as empresas mais pequenas teriam mais dificuldade em manter-se competitivas pois faltar-lhes-ia meios tecnológicos só ao alcance de

grandes instituições. Estes últimos são os que têm mais a ganhar com a redução graças à sua presença em diversos locais a nível global.

Contudo isto está fortemente dependente da harmonização de padrões de mercado, protocolos de comunicação e a remoção de restrições legais (Scott, 2009). Olhando para a questão da comunicação, existe cada vez mais a necessidade de remover barreiras à mesma e criar estruturas de negócio onde a comunicação entre os mais diversos participantes do mercado seja mais eficaz (Simpson, 2008).

As correntes de intermediação são outro ponto que, com a evolução e a complexificação dos mercados, se tornaram mais extensas (Shen et al, 2015). A evolução destas correntes tinha como objetivo dispersar os riscos e finalmente direcioná-los para aqueles que melhor o poderiam suportar. Contudo, é importante referir que quantos menos níveis de intermediação existirem mais estabilidade existe nos mercados financeiros (Shin, 2010). Demasiados intermediários criam uma interdependência excessiva entre os diversos atores deixando as economias mais vulneráveis a crises financeiras (Allen et al, 2012).

Outro ponto abordado por Probert e Ali (2014) é o ciclo de liquidação nos EUA. Se na Europa e em muitos países asiáticos o T+2 já é uma realidade. O mesmo não se passa do outro lado do Atlântico.

Vários são os fatores que têm vindo a impedir a implementação de T+2 como ciclo de liquidação nos EUA (Probert & Ali, 2014). Um desses fatores é a baixa taxa de *matching* (correspondência entre as operações da parte e da contraparte) das operações nos EUA e para uma redução do ciclo, é

necessária uma alta percentagem, tal como acontece na generalidade dos países com um ciclo de T+2.

Fulcral para a evolução do ciclo de liquidação, é a melhoria técnica da automatização entre os vários atores financeiros (Probert & Ali, 2014). A automatização é uma questão já com várias décadas (Brown, 2012) e tendo em conta o volume operacional existente nos dias de hoje esse ponto torna-se ainda mais importante. Para que a automatização das operações se torne cada vez mais eficiente importa seguir padrões internacionais (por exemplo ISO 20022).

A automatização é importante para diversas áreas dos mercados. Para além da redução dos ciclos de liquidação, também facilita a transação entre partes sem que seja necessária mão humana (Simpson, 2008). Uma liquidação mais rápida e eficiente também requer um maior nível automatização do que aquele que existe hoje em dia (Probert & Ali, 2014).

Nos EUA, em outubro de 2012 a Depository Trust Company (CSD norte-americana) requereu à *The Boston Consulting Group* um estudo que analisasse os custos e os benefícios de reduzir o ciclo de liquidação no mercado norte-americano.

O estudo chegou à conclusão que para reduzir o ciclo para T+2 iria ser necessário um investimento de cerca de 550 milhões de dólares, mas que em cerca de 3 anos, esse investimento seria recuperado graças a poupanças ligadas à redução do ciclo (The Boston Consulting Group, 2012).

São várias as vantagens para a redução do ciclo de liquidação. Talvez a mais significativa seja a de que reduz a necessidade de liquidez pois os fundos

estariam disponíveis mais cedo. Para além disso, reduz o risco de mercado visto que as partes estariam menos tempo expostas e os títulos estariam disponíveis para novas transações mais rapidamente (Probert & Ali, 2014).

#### **2.1.4 A evolução da eliminação dos títulos físicos**

Nos mercados financeiros mundiais, todos os dias são transacionados milhões de títulos a uma velocidade que só a revolução informática permitiu. Esta possibilitou reduzir o tempo necessário para liquidar uma transação e aumentar a segurança da mesma (Holub & Némethová, 2015). Até à década de 1970 isto não era possível pois os mercados ainda estavam dependentes da circulação de papel (Brown, 2012).

Como anteriormente referido, os mercados estão cada vez mais preocupados em reduzir os ciclos de liquidação das operações, contudo quando as transações requerem a circulação de papel o ciclo de liquidação torna-se mais extenso.

Neste contexto, o Japão, onde os títulos físicos tinham até há pouco tempo ainda alguma importância, tem vindo nos últimos anos a estabelecer regulamentações de forma a promover a desmaterialização de títulos e procedimentos eletrónicos. Taketoshi Mori (2011) no seu artigo *Addressing risk through best practice in Japan: Shortening settlement cycles and imposing fail charges*, aborda esta questão enunciando alguns pontos favoráveis à eliminação dos títulos físicos, como por exemplo a redução dos riscos e de custos ou então aumento da competitividade face a outros mercados.

O Japão é um dos poucos mercados onde se têm feitos verdadeiros esforços rumo à desmaterialização total dos títulos. A passagem para uma desmaterialização total tem sido feita faseadamente para minimizar os riscos e os custos desta mudança (Katayama, 2009).

O principal mercado financeiro mundial onde os valores mobiliários em papel já não são permitidos, é a França. A lei n° 81-1160 de 30 de dezembro de 1981 tornou a desmaterialização obrigatória e proibiu a emissão deste tipo de títulos. A partir daí todos os títulos emitidos em França ou sujeitos à lei francesa tiveram de ser desmaterializados (Karyotis, 2010).

Importa referir mais uma vez o CSD *regulation*, que aborda também esta temática da desmaterialização. Este regulamento obriga “[a]o registo escritural centralizado junto de uma CSD de todos os valores mobiliários negociados em plataformas de negociação reguladas” pelas regras da EU. Este registo escritural é aplicável a partir de janeiro de 2015 para novas emissões e a partir de janeiro de 2020 para as restantes.

O fim das transações de títulos físicos permitiu eliminar riscos como os de perda, roubo ou contrafação, sendo que as transações eletrónicas permitem reduzir custos para transferir os títulos de uma parte para a sua contraparte (Holub & Némethová, 2015).

Originalmente, de forma a reduzir os riscos e custos das transações físicas, os títulos eram immobilizados. Isto significa que os títulos eram guardados em locais seguros (por exemplo cofres de bancos) em vez de estarem na posse dos proprietários dos mesmos. Apesar de a imobilização ter surgido em 1882 na Alemanha no *Bank des Berliner Kassenvereines* depois do



surgimento das primeiras contas de títulos na Áustria em 1872, esta prática ainda existe (Karyotis, 2010). Aqui a prova de propriedade é mantida através do registo contabilístico (*book-entry*) junto de uma instituição financeira que serve de depositário ou então diretamente junto do emissor (Garbade, 2004).

Colladon (2015) descreve a evolução dos serviços de *back-office* e de que forma estes se industrializaram, tornando os títulos físicos entraves ao rápido processamento de transações. O autor refere que a industrialização destes serviços foi uma consequência do gigantesco aumento do volume de operações que ocorreu a partir dos anos 1970. A industrialização está ligada à informatização dos processos, fundamental para que o volume atual possa ser processado (Holub & Némethová, 2015). Apenas esta industrialização permitiu que as funções de *back-office* fossem melhoradas e que o tempo de transação e o ciclo de liquidação fossem reduzidos (Colladon, 2015).

É certo que a industrialização, informatização e automatização permitiu reduzir certos riscos, no entanto, este gigantesco volume operacional existente trouxe consigo outros riscos que podem ser difíceis de gerir (Stangl, 2015).

É relevante referir que também existem riscos ligados ao facto de os títulos existirem apenas em versão eletrónica. Existe o risco sistémico que pode afetar os títulos eletrónicos. A falha de uma instituição poderá influenciar o correto funcionamento não apenas dos seus parceiros, mas também de todo o sistema financeiro. Este risco pode ser operacional ou financeiro (Chan et al, 2007).

A European Securities and Markets Authority (ESMA) foca-se também na *cybersecurity* e alerta para a necessidade de os sistemas das instituições

financeiras serem seguros de forma a prevenir o acesso não autorizado e uso indevido dos mesmos. Isto é fundamental para garantir a integridade de todos os dados que passam por estes sistemas (European Securities and Markets Authority, 2012).

Tal como referido anteriormente, os títulos físicos são vulneráveis a todo o tipo de calamidades sejam estas catástrofes naturais ou não. Por exemplo, aquando dos ataques terroristas de 11 e setembro de 2001, foram destruídos e perdidos títulos no valor de 16 mil milhões de dólares (Computershare, 2013). Para além da vulnerabilidade, os valores mobiliários e papel são também dispendiosos, seja aquando da sua emissão ou substituição, seja para os guardar (Speirs, 2014).

Por este motivo, a DTC publicou em 2012 um *White Paper* (Conn, 2012) onde se pretende lançar a discussão em torno da desmaterialização completa dos títulos físicos. Uma desmaterialização total desses títulos tornaria o mercado de valores norte-americano ainda mais competitivo, visto que a transação desses títulos seria mais eficiente do ponto de vista dos custos e da segurança (The Depository Trust Company, 2012). A Computershare que é um dos principais *transfer agents*<sup>4</sup> globais partilha da mesma visão (Conn, 2012).

Outra questão relevante em torno dos títulos no geral, mas sobretudo no caso dos títulos físicos, é o registo dos mesmos. Os títulos podem ser registados no nome de alguém ou não. No caso de não estarem, os títulos são denominados de *bearer shares* (títulos ao portador) e são definidos da seguinte

---

<sup>4</sup> *Transfer Agent*: intermediários de empresas emissoras; prestam serviços como a manutenção de registos, emissão de novos títulos e facilitam a comunicação entre emissor e investidor (Securities and Exchange Commission, 2015).

forma pela *Financial Action Task Force*<sup>5</sup> (FATF): “*Bearer shares refers to negotiable instruments that accord ownership in a legal person to the person who possesses the bearer share certificate*” (Financial Action Task Force, 2014). Isto significa que o emissor não mantém o registo de quem adquiriu determinado título nem o rasto deste. A empresa paga dividendos mediante a apresentação do cupão.

Em 2012, a FATF publicou um documento com um conjunto de indicações para promover a implementação de medidas para um maior controlo e transparência dos *beneficiary owner* das empresas. Um dos aspetos que o documento aborda são os *bearer shares* (títulos ao portador) que são uma das diversas formas de esconder quem detém parte de uma organização (Financial Action Task Force, 2012).

Nesse mesmo documento a FATF recomenda medidas para prevenir o abuso deste tipo de títulos. Essas recomendações passam pela proibição ou nova emissão desse tipo de títulos, caso não haja um registo de identidade dos proprietários. Para além destas opções os títulos poderão ser desmaterializados ou então imobilizados junto de entidade regulada.

## **2.2 Resumo e síntese da revisão de literatura**

### **2.2.1 Resumo da revisão de literatura**

As instituições que fazem parte dos mercados de *post-trade* oferecem variadíssimos serviços de forma a tratar as diversas formas de títulos

---

<sup>5</sup> A FATF, GAFI (Grupo de Ação Financeira Internacional) em português, é uma organização internacional para o combate à lavagem de dinheiro e do financiamento do terrorismo.

existentes, que são expostas na definição da *Securities Act of 1993*. A importância dessas instituições também é demonstrada no volume operacional ou na quantidade de títulos que têm em custódia. Atualmente estes mercados passam por transformações, derivadas dos elevados custos e riscos, tal como a necessidade de aumentar a eficiência dos mesmos (Probert & Ali, 2014).

Na Europa os mercados mantêm uma estrutura fragmentada (Belghazi, 2011) demonstrada nas Barreiras de *Giovannini*. Estas dificultam a integração dos mercados europeus e a sua identificação serviu para encontrar soluções possibilitadoras de ultrapassar esta divisão (Wageningen, 2013).

O *TARGET-2 Securities* pretende através de mudanças operacionais (Garnons-Williams, 2014) facilitar a circulação de títulos nos mercados europeus. A liquidação operacional em tempo-real permitirá aumentar a eficiência das instituições e melhorar a liquidez nos mercados (Scott, 2009). Todo o enquadramento legal por detrás do T2S está presente no CSDR (Dubrau, 2013). Esta regulamentação surgiu por iniciativa da Comissão Europeia, a partir das Barreiras de *Giovannini* e também da Crise de 2008 (Belghazi, 2011). Essencialmente estas duas iniciativas europeias pretendem reduzir riscos e custos aumentando a eficiência operacional dos mercados (Wageningen, 2013).

A literatura também aborda temas como o *outsourcing* e a criação de parcerias, que são vistas como fundamentais para a evolução dos mercados (Brown, 2012). A pressão dos reguladores, as exigências dos clientes (Brown, 2012), tal como uma maior concorrência e baixas receitas, levam a que a

integração entre instituições seja fundamental para a viabilidade das mesmas (Lannoo & Valiante, 2013).

De forma a optar melhor pela terceirização ou a criação de uma parceria, alguns autores referem diversos conceitos. Brown (2012) fala de *do it all dilemma* e a estratégia *do what you do best*. Já Scott (2009) aborda a Matriz de Decisão. O essencial é que uma instituição atinga uma vantagem competitiva de forma a ser viável, optando por parcerias vantajosas para as duas partes e a isto chama-se *smart-partnering* (Brown, 2012).

O ciclo e liquidação operacional e a sua redução é também um ponto recorrente na literatura. A redução deste ciclo ao mínimo possível é vantajosa pois reduz a necessidade de liquidez e os riscos de mercado (Probert & Ali, 2014). Fundamental para isto é a automatização dos processos (Probert et al, 2014 e Brown, 2012), o que é importante tendo em conta o volume operacional atual (Simpson, 2008).

A questão da eliminação dos títulos físicos e da circulação dos mesmos nos mercados financeiros é pouco abordada pela literatura mais recente. No entanto foi possível encontrar alguns pontos de discussão. Um desses pontos é a revolução informática que permitiu reduzir o tempo de liquidação, aumentar a segurança operacional (Holub & Némethová, 2015) e reduzir a dependência de papel (Brown, 2012).

De forma a industrializar verdadeiramente os mercados, foi necessário eliminar os títulos físicos (Holub & Némethová, 2015) e informatizar o seu registo (através de débitos e créditos contabilísticos) (Garbade, 2004).

Alguns países fizeram esforços significativos na eliminação física dos títulos. A França é o exemplo principal, onde desde os anos 1980 a desmaterialização se tornou obrigatória (Karyotis, 2010). Outro bom exemplo recente é o Japão (Mori, 2011 e Katayama, 2009) mas também os US, onde a DTC lançou a discussão em torno da total desmaterialização dos títulos físicos (The Depository Trust Company, 2012).

Os riscos associados como o risco de perda, roubo ou contrafação, puderam ser reduzidos pela imobilização (Holub & Némethová, 2015), mas apenas a desmaterialização permitiu que os elevados custos de custódia fossem reduzidos (Colladon, 2015). Outra questão referida é o registo dos títulos, que é importante para manter a transparência dos mercados. A FATF tem abordado este tema, recomendando a imobilização ou desmaterialização dos chamados *bearer shares* de forma a prevenir o abuso destes títulos e evitar qualquer tipo de fraude (Financial Action Task Force, 2012).

### 2.2.2 Síntese da revisão de literatura (Tabela 2)

Capítulo – Subcapítulo	Principais Pontos	Fontes
1. Securities e Post-Trading	Definição de <i>securities</i>	Congresso dos Estados Unidos, 2012
	Definição de <i>post-trading</i>	Association for Financial Markets in Europe, 2015 Maya et al, 2015
	Transformações nos mercados <i>post-trade</i>	Probert et al, 2014 Scott, 2009
1.1. As barreiras do post-trading – a harmonização dos mercados e da estrutura legal e regulatória na Europa	Fragmentação do mercado europeu	Belghazi, 2011
	Barreiras de Giovannini	Wageningen, 2013
		Scott, 2009
	T2S e CSDR	Wageningen, 2013
	O que é o T2S e quais as suas funções principais	Garnons-Williams, 2014
		Dubran, 2013
		Deutsche Bundesbank, 2015 Scott, 2009
	ISO 20022	Garnons-Williams, 2014
	No que consiste a CSDR	Dubran, 2013
Belghazi, 2011		
CSD, monopólios nacionais	Wageningen, 2013	
	Brown, 2012	
Integração dos mercados europeus	Wageningen, 2013	
	Dubran, 2013	
1.2. A complexidade dos serviços de back-office: especialização e criação de parcerias	Parcerias estratégicas	Brown, 2012
		Scott, 2009
	Pressão regulatória	Brown, 2012
		Lannoo et al, 2013
	Boa utilização de capitais	Brown, 2012
	<i>do what you do best</i>	
	Fusões e destruição de riqueza	Holtausen, 2005
		Brown, 2012
	Outsourcing	Scott, 2009
Dubran, 2013		
Matriz de Decisão	Scott, 2009	
<i>Smart-partnering</i>		
Diferenciação para chegar à vantagem competitiva	Brown, 2012	

1.3. A automatização e estandardização operacional: cooperação e comunicação	Ciclo de liquidação; T+2, o padrão global	Garnons-Williams, 2014
		Probert et al, 2014
	Ciclo de liquidação; a problemática dos fusos horários	Probert et al, 2014
	Harmonização de padrões de mercado para remoção de barreiras	Scott, 2009
		Simpson, 2008
	Intermediários e correntes de intermediação	Shen et al, 2015
		Shin, 2010
		Allen, 2012
	Estandarização de processos	Simpson, 2008
	Dificuldades em implementar o T+2 nos EUA	Probert et al, 2014
The Boston Consulting Group, 2012		
Automatização dos processos	Brown, 2012	
	Probert et al, 2014	
1.4. A evolução da eliminação dos títulos físicos	Informatização e automatização	Holub, 2015
	Fim da circulação de papel	Brown, 2012
	Exemplo do Japão	Mori, 2011
		Katayama, 2009
	Exemplo da França	Karyotis, 2010
	Vantagens da eliminação títulos físicos	Holub, 2015
	A imobilização	Karyotis, 2010
		Garbade, 2004
	A industrialização das funções de <i>back-office</i>	Colladon, 2015
		Holub, 2015
	Os perigos dos títulos físicos	Computershare, 2013
		Speirs, 2014
	Desmaterialização nos EUA	DTC, 2012
		Conn, 2012
	<i>bearer shares</i>	FATF, 2014
		FATF, 2012
O fim de títulos físicos	Holub, 2015	
	Chan et al, 2007	



### **3 MÉTODO E INVESTIGAÇÃO**

#### **3.1 Enquadramento metodológico**

A literatura é escassa em torno dos títulos físicos, muito porque hoje em dia esses títulos já não são transacionados nos principais mercados mundiais. Isto graças a todos os avanços tecnológicos e regulamentares que existem (Holub & Némethová, 2015). Contudo e apesar de já não terem a relevância passada, estes continuam a ter alguma importância pois ainda existem investidores que gostam de ter em sua posse títulos em papel (Chan et al, 2007).

#### **3.2 O Método de *Delphi***

Tendo em conta a pouca literatura em torno da problemática descrita em cima, serve este trabalho final de mestrado então para procurar uma resposta para o porquê de hoje em dia os títulos físicos estarem ainda presentes nos mercados financeiros. Para isso, e após alguma pesquisa, escolheu-se o método de *Delphi* para proceder a esta investigação.

Essencialmente este método é uma pesquisa composta por diversas rondas de questionários junto de especialistas na área que se pretende estudar. A partir da segunda ronda, os participantes têm acesso aos resultados das rondas anteriores. Assim as respostas seguintes serão influenciadas, ou não, pelas respostas dos outros participantes (Häder & Häder, 1995). Este método não pretende ser representativo da população, está antes baseado na

experiência e opinião dos participantes, juntando assim o conhecimento comum de forma a solucionar um problema (Kozak & Iefremova, 2014).

Uma obra que é referida em diversos artigos é o trabalho de 1975 de Linstone e Turoff, *The Delphi method: techniques and applications*. Nesta obra, os autores referem que o método de *Delphi* deve ser utilizado em estudos para os quais existe poucos dados quantitativos ou quando a informação sobre o assunto é reduzida para solucionar o problema, entre outros (Linstone & Turoff, 1975).

O conhecimento é um fator essencial para o método *Delphi* pois este depende do conhecimento dos participantes. Este permite não só aceder a dados quantitativos mas também qualitativos (Guglyuvatyy & Stoianoff, 2015) que permitirão alimentar as rondas seguintes do estudo.

Brady (2015) refere a abordagem à tomada de decisão resultante do estudo. Esta pode ser baseada nas opiniões e perceções de um grupo, juntamente com outras fontes, e assim ter uma visão mais concreta da realidade.

Não existe um consenso no número de participantes que um estudo deste género deve ter, contudo na generalidade dos estudos o número varia entre os 10 e os 20 (Guglyuvatyy & Stoianoff, 2015).

Aspetos que importa referir é a flexibilidade e adaptabilidade do método (Brady, 2015) pois estes permitem aplicar o método a diversas áreas de pesquisa como a educação, medicina, tecnologia, etc. (Lannoo & Valiante, 2013). Apesar desta característica ser uma mais-valia para o método e algumas modificações ao estudo, que permitam adapta-lo aos diversos temas,

possam ser benéficas, outras poderão pôr em causa a fiabilidade do mesmo (Gupta & Clarke, 1996).

O grande foco dum estudo baseado no método de *Delphi* é o de que haja um consenso entre os diversos participantes. Este foco permite que seja construída de forma continuada uma teoria ou uma solução para uma problemática, pois ao longo das mais diversas rondas vão-se identificando as diferenças que poderão ser ultrapassadas em rondas seguintes (Brady, 2015).

Chegar a um consenso é no entanto um dos grandes desafios e dificuldades deste método. Para além disto existem outros como a seleção de especialistas, a complexidade do estudo ou o tempo necessário para o elaborar (Guglyuvatyy & Stoianoff, 2015). O tempo poderá ser um grande problema pois isso poderá levar a que os participantes percam o interesse e o compromisso que têm com o estudo. Finalmente, outro grande contra é o de que os questionários podem ser manipulados por quem os elabora de forma a atingir um consenso (Hung et al, 2008).

### **3.3 Painel de Especialistas**

Os critérios utilizados para a escolha do painel de participantes foram:

- Deveriam ter experiência profissional na área de *post-trading* independentemente da área de formação de cada um.
- De forma a permitir a diversidade no painel, o grupo de participantes deve incluir elementos diferentes níveis hierárquicos.

- Pretendeu-se criar um grupo heterogéneo, com participantes com diferentes experiências profissionais, de forma a permitir ter visões mais variadas, ligadas às funções de cada um.

Foram abordados diversos potenciais participantes por correio eletrónico, telefonema ou pessoalmente. Tendo em conta todos os critérios enumerados em cima e a disponibilidade de cada um, os 11 participantes membros do painel de especialistas estão distribuídos pelas áreas de competência seguintes:

*Settlement Custody*: quatro participantes;

*Broker Dealer Outsourcing*: um participante;

*Prime Brokerage*: um participante;

Reconciliação: dois participantes;

Informática: um participante;

*Asset Management*: dois participantes.

Os participantes têm experiência na área que vai de 1,5 anos a 7 anos. Para além disso, fazem parte do painel: um supervisor, dois team leaders e um team manager, sendo os restantes operacionais. Importa também referir que o painel é constituído por 5 mulheres e 6 homens com diversas formações académicas (p. ex.: finanças, marketing, gestão, economia, línguas, etc.)

### **3.4 Questionários**

Os questionários seguem a estrutura do trabalho que aborda o papel que os títulos físicos têm no mercado atual. Assim, a primeira ronda de

perguntas advêm das grandes questões discutidas na revisão de literatura (Anexo I), introduzindo os títulos físicos nas perguntas finais do questionário (Anexo II). O segundo questionário está focado nos títulos em papel, tendo sido influenciado pelos resultados da primeira ronda (Anexo III).

Todos os questionários foram impressos e distribuídos pessoalmente pelo moderador aos participantes, tendo este auxiliado os inquiridos sempre que ocorreu alguma dúvida.

## **4 RESULTADOS**

### **4.1 Resultados – Primeiro Questionário (Anexo IV)**

A primeira ronda de questões mostrou um consenso alargado em torno dos aspetos que estão atualmente a impactar o sector do *post-trade*.

Em relação ao *TARGET-2 Securities*, todos os inquiridos concordam (cinco concordam totalmente e sei concordam parcialmente) que este mecanismo tornará mais fácil a transação de títulos na Europa. No que toca ao CSDR, nove dos onze participantes acredita que este poderá ser vantajoso para o aumento da competitividade e da eficácia nos mercados europeus.

A integração entre instituições é para a generalidade dos inquiridos um fator que poderá trazer vantagens para as mesmas. Apenas um dos participantes considerou que este aspeto é indiferente.

Em relação à questão em torno do estabelecimento de parcerias, a totalidade dos inquiridos concorda que tem havido uma tendência para o seu estabelecimento (cinco concordam totalmente e seis concordam parcialmente).

Existe um grande consenso em torno das questões do ciclo de liquidação (dez reponderam favoravelmente) e em relação aos benefícios para os mercados, resultantes da maior integração entre os diversos atores financeiros graças à normalização e automatização. Neste última questão houve até unanimidade.

As respostas à questão em torno das razões pela emissão de títulos em papel, foram variadas e abordaram pontos relevantes. Um destes pontos foi que ainda existe procura por partes dos investidores (sobretudo privados) de títulos físicos. Razões para isto são por exemplo o facto de conferirem um sentimento de posse tendo em conta a desconfiança que existe em relação as instituições financeiras.

Outro fator importante realçado foram as especificidades e regras dos mercados que restringem a desmaterialização. Para além disso existe também a vontade dos emissores em manter títulos físicos, por questões de necessidade ao seu funcionamento, onde é preciso manter suporte físico dos títulos.

Finalmente, a questão que aborda as recomendações da FATF, trouxe consigo respostas pouco consensuais. Se de facto a eliminação ou limitação das *bearer shares* permite combater a fraude, o financiamento do terrorismo ou a lavagem de dinheiro de forma mais eficiente, é também importante referir que a confidencialidade é um elemento essencial nos mercados financeiros. Segundo alguns inquiridos o impacto das recomendações da FATF poderá ser mais negativo que positivo e talvez fosse necessário uma reformulação das regras do que propriamente a eliminação dos *bearer shares*.

## **4.2 Resultados – Segundo Questionário (Anexo V)**

A segunda ronda de questões focou-se nos títulos físicos e na prospectiva da sua evolução. As respostas foram bastante conclusivas. Relativamente à primeira questão, todos os inquiridos concordam (sete concordam totalmente e quatro concordam parcialmente) que a intervenção estatal, tal como houve em França nos anos 1980, é fundamental para que a eliminação dos títulos físicos se concretize.

Em relação à questão número dois, que aborda os custos da desmaterialização, existe também um forte consenso pois todos os participantes concordam (nove concordam totalmente e dois concordam parcialmente) que é necessário que as instituições encontrem soluções de forma a tornar a desmaterialização mais acessível.

A grande maioria dos inquiridos (dez de onze participantes) concorda que há atualmente um conjunto de empresas que ainda tem a necessidade de manter o suporte físico de títulos para que o seu funcionamento possa ocorrer normalmente. A generalidade dos inquiridos concorda (seis concordam totalmente e quatro concordam parcialmente) que a eliminação dos títulos em papel pode pôr em causa o funcionamento dessas empresas, tendo apenas um respondido que isso é indiferente.

As respostas à questão sobre a importância de uma total desmaterialização para ultrapassar os pontos negativos dos títulos físicos, foi bastante conclusiva. Dez dos onze inquiridos reponderam que é importante ou muito importante que a médio/longo prazo haja uma eliminação total, tendo apenas um dos inquiridos respondido que este ponto é indiferente.

Existe um total consenso em torno da questão seis, dado que todos os participantes acreditam que a eliminação total dos títulos físicos será uma realidade no futuro.

Na questão sete, foi pedido aos participantes que enumerassem os fatores que pudessem impedir uma desmaterialização em definitivo dos títulos físicos e, por outro lado, os fatores que pudessem acelerar esse processo. As respostas indicam consenso em torno de alguns pontos.

Quase todos os participantes referiram a importância que os governos, e as entidades comunitárias (no caso da UE) podem ter, de forma a acelerar o processo de desmaterialização/eliminação. Isto terá de passar sobretudo por novas regulamentações e legislação que imponha a eliminação dos títulos físicos. Outro fator de aceleração referido pelos inquiridos foi a intervenção dos diversos atores financeiros. Isso poderá ser, por exemplo, um esforço conjunto de *custodians*, emissores, CSD, etc. para eliminar os títulos físicos. Para além destes fatores, os participantes referiram também a redução de custos como um elemento que pode levar a uma desmaterialização total mas também os avanços tecnológicos que podem ser importantes para que o recurso a papel seja reduzido ao mínimo.

As respostas aos fatores que podem impedir uma total desmaterialização no futuro foram mais reduzidas. No entanto, pode ser referido que os custos e as limitações de certos emissores podem levar que a eliminação dos valores mobiliários em papel ainda demore algum tempo a ser alcançada. Outros pontos mencionados foi o da procura por títulos físicos por parte de investidores, mas também a não intervenção por parte dos governos.



O que mais se destaca nas respostas dos participantes nesta segunda ronda de perguntas é o facto de parecer irreversível a total desmaterialização; que este processo pode ser mais difícil para algumas empresas; e que para a aceleração do processo parece ser fundamental que os diversos governos e entidades supranacionais que possam ter algum poder, intervenham de uma forma ativa.

## **5 CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES**

### **5.1 Conclusões**

O objetivo deste trabalho foi entender por que razão ainda existem títulos físicos nos mercados financeiros, isto apesar de todas as desvantagens referidas na literatura. Estes títulos tornam-se grandes obstáculos ao funcionamento mais eficaz dos mercados tendo em conta o seu contexto atual e as grandes evoluções que os estão a afetar. De forma a conseguir obter uma resposta que esclarecesse esta problemática realizou-se um estudo empírico, aplicado o método de *Delphi*. Esta escolha justifica-se devido ao facto de haver pouca literatura a abordar este tema.

Com a primeira parte da ronda inicial de questões, foi possível constatar junto de profissionais da área a importância que estas evoluções estão a ter. O T2S facilitará as transações, o CSDR poderá ser vantajoso para o aumento da competitividade e a integração entre as instituições poderá contribuir também para isso. Tem havido também um aumento da terceirização de serviços e a redução do ciclo de liquidação é fundamental para melhorar o desempenho dos

mercados. Todos os pontos mencionados em cima são elementos que demonstram a rápida mudança que tem havido no *post-trading*.

Graças à informatização dos processos, os mercados tornaram-se verdadeiras indústrias e assim os títulos físicos tornaram-se supérfluos. Assim foi necessário limitar a sua circulação através da imobilização, ou eliminá-los por completo graças à desmaterialização. Apesar destas mudanças se terem iniciado há décadas atrás, continuam a existir esses títulos nos mercados financeiros.

Um dos grandes motivos pela qual ainda existem, é que algumas empresas ainda necessitam de suporte físico de títulos para manter o seu funcionamento. Outra razão é a procura que existe por parte de alguns investidores, devido ao sentimento de posse que estes transmitem. Há também o facto de alguns títulos ainda necessitarem de suporte em papel associado e a sua desmaterialização ser restringida. Exemplo disso são os *bearer shares* para os quais nem sempre há registo junto dos emissores e a prova de propriedade é feita mediante a apresentação do certificado.

A partir das repostas às rondas de inquérito do método de *Delphi* foi possível obter respostas para a questão em torno das razões que podem, ou não, ajudar à total desmaterialização dos títulos físicos. Fundamental será a intervenção dos governos ou instituições supranacionais, com implementação de legislação e novas regulamentações. Para além desta intervenção estatal, será também necessário a vontade e o esforço das instituições interessadas, como é o caso dos depositários centrais, os bancos de custódia e os próprios emissores.

Os custos são também um elemento que muitas vezes dificulta a desmaterialização dos títulos mas também o funcionamento das empresas. Para que a eliminação dos títulos físicos seja promovida, estes custos têm de ser reduzidos.

Finalmente, pode-se concluir que progressivamente será reduzida a necessidade de existirem títulos físicos para certas áreas do mundo financeiro funcionarem. No entanto esse processo ainda vai ser demorado e terá de existir um esforço conjunto dos diversos intervenientes para que esse objetivo seja atingido.

## 5.2 Limitações

A grande limitação desta dissertação é o facto de existir pouca literatura atual a abordar esta questão dos títulos físicos. Seria interessante estudar este tema, aprofundando questões menos gerais e mais pormenorizadas, como a existência de empresas ainda dependentes de valores mobiliários em papel para funcionar.

Outra limitação é o acesso a informação estatística de algumas entidades como bancos de custódia ou CSD, muito devido à questão da confidencialidade. O método de *Delphi* foi essencial para que fosse possível obter dados para elaborar um trabalho empírico.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Allen, F., Carletti, E., Qian, J., & Valenzuela, P. (2012). Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors. Em G. Constantinides, R. M. Stullz, & M. Harris, *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 759-758). North Holland.

Association for Financial Markets in Europe. (2015). *Post Trade Explained - The role of post-trade services in the financial sector*. Londres: AFME.

Banco Central Europeu. (2009). *Glossary of Termss Related to Payment, Clearing and Settlement Systems*. Obtido de Banco Central Europeu: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/glossaryrelatedtopaymentclearingandsettlementsystems.pdf>

Belghazi, S. (2011). CSD regulation: The missing piece in the European post-trade puzzle? *Journal of Securities Operations & Custody*, 4(3), 253-264.

Belghazi, S. (2013). Preparing to comply with the CSD regulation. *Journal of Securities Operations & Custody*, 6 (2), 102-112.

Brady, S. R. (2015). Utilizing and Adapting The Delphi Method for Use in Qualitative Research. *International Journal of Qualitative Methods*, 1-6.

Brown, P. (2012). Smart partnering: The next evolution in the post-trade space. *of Securities Operations & Custody*, 5 (2), 98-109.

Bumgardner, L. (2008). A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States - And the Potential Lesson for Today. *The Journal of GLobal Business Management*, 39-45.

Chan, D., Fontan, F., Rosati, S., & Russo, D. (2007). *The Securities Custody Industry*. Banco Central Europeu.

Chun, C. (2012). *Cross-border Transactions of Intermediated Securities*. Berlim: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.

Colladon, P. (2015). Industrialisation of the back-office function. *Journal of Securities Operations & Custody*, 7 (3), 186-195.

Computershare. (Junho de 2013). *21st Century Stock Ownership: Eliminating Paper Certificates and Expanding Direct Registration*. Obtido de [http://www.computershare.com/News/21st\\_Century\\_Stock\\_Ownership.pdf](http://www.computershare.com/News/21st_Century_Stock_Ownership.pdf)

Congresso dos Estados Unidos. (5 de Abril de 2012). SECURITIES ACT OF 1933. Washington, EUA.

Conn, P. A. (2012). *Re: A Proposal To Fully Dematerialize Physical Securities, Eliminating The Costs and Risks They Incur*. Obtido de Computershare: [http://www.computershare.com/News/Demat\\_Response\\_to\\_DTCC\\_White\\_Paper\\_20.09.12.pdf](http://www.computershare.com/News/Demat_Response_to_DTCC_White_Paper_20.09.12.pdf)

Dubrau, F. (2013). CSD regulation: A major change for the post-trade arena. *Journal of Securities Operations & Custody*, 6 (3), 212-219.

European Securities and Markets Authority. (2012). Guidelines - Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities. *ESMA/2012/122* .

Financial Action Task Force. (2012). *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation - The FATF Recommendations*. Paris: FATF.

Financial Action Task Force. (2014). *Transparency and Beneficial Ownership*. PARIS: FATF/OECD.

Garbade, K. D. (2004). Origins of the Federal Reserve Book-Entry System. *Economic Policy Review*, 33-50.

Garnons-Williams, T. (2014). Getting ready for TARGET2 Securities (T2S): The time is now. *Journal of Securities Operations & Custody*, 7 (2), 155-161.

Guglyuvatyy, E., & Stoianoff, N. P. (2015). Applying the Delphi method as a research technique in tax law and policy. *Australian Tax Forum*, 30, 170-204.

Gupta, U. G., & Clarke, R. E. (1996). Theory and applications of the Delphi technique: A bibliography (1975–1994). *Technological Forecasting and Social Change*, 53, 185-211.

Häder, M., & Häder, S. (1995). Delphi und Kognitionspsychologie: Ein Zugang zur Theoretischen Fundierung der Delphi-Methode. *ZUMA-Nachrichten*, 37, 8-34.

Holub, D., & Némethová, I. (2015). Theoretical and Legal Reflections on Securities Dispositions . *Studia commercialia Bratislavensia*, 8(3), 353-361.

Hung, H.-L., Altschuld, J. W., & Lee, Y.-F. (2008). Methodological and conceptual issues confronting a cross-country Delphi study of educational program evaluation. *Evaluation and Program Planning*, 191-198.

Karyotis, C. (2010). Rétrospective et perspective : six décennies de comptes courants de titres. *Revue d'économie financière*, 71-85.

Katayama, K. (10 de Julho de 2009). Post-dematerialization reform of securities clearing systems. *Lakyara*.

Kozak, M., & Iefremova, O. (2014). Implementation of the Delphi Technique in Finance. *Financial Internet Quarterly "e-Finanse"*, 10 (4), 36-45.

Lannoo, K., & Valiante, D. (2013). Prospects and challenges of a pan-European post-trade infrastructure. *Journal of Securities Operations & Custody*, 5 (4), 342-356.

Linstone, H. A., & Turoff, M. (1975). *The Delphi method: techniques and applications*. Reading: Addison-Wesley.

Maya, D., & Bessiere, H. (2015). *Securities Services: The Good Times are Over, It Is Time to Act*. Oliver Wyman.

Mori, T. (2011). Addressing risk through best practice in Japan: Shortening settlement cycles and imposing fail charges. *Journal of Securities Operations & Custody* 4 (2), 134-147.

Probert, G., & Ali, A. (2014). Trends in post-trade processing. *Journal of Securities Operations & Custody*, 6 (4), 300-307.

Regulamento n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho . (23 de Julho de 2014). *Jornal Oficial da União Europeia*.

Scott, R. (2009). How to succeed in the new post-trade services landscape: Reduce risks, cut costs and get closer to clients. *Journal of Securities Operations & Custody*, 3 (1), 14-23.

Securities and Exchange Commission. (2015). *Transfer Agent Regulations*. Washington: SEC.

Shen, J., Wei, B., & Yan, H. (9 de Maio de 2015). Financial Intermediation Chains in an OTC Market. *The eighth annual conference of The Paul Woolley Centre for the Study of Capital Market Dysfunctionalities*. Londres: LSE Financial Markets Group.

Shin, H. S. (2010). *Financial intermediation and the post-crisis financial system*. Basileia: Bank for International Settlements.

Simpson, M. (2008). Advancements in listed derivatives post-trade automation. *Journal of Securities Operations & Custody*, 1 (3), 227-232.

Speirs, W. J. (21 de Março de 2014). *The Case to make DRS a Canadian listing requirement*. Obtido de Securities Transfer Association of Canada : <https://www.stac.ca/Public/PublicShowFile.aspx?fileID=236>

Stangl, G. (2015). Coping with European regulatory requirements for automated trading: Best practices and new requirements resulting from regulation. *Journal of Securities Operations & Custody*, 7 (4), 337-347.

The Boston Consulting Group. (2012). *Cost benefit analysis of shortening the settlement cycle*.

The Depository Trust Company. (2012). Strengthening the U.S. Financial Markets: A Proposal to Fully Dematerialize Physical Securities, Eliminating the Costs and Risks They Incur. Nova Iorque.

Vanderheyden, K., & Reucroft, T. (2015). Central Securities Depositories Regulation: The next systemic crisis waiting to happen? *Journal of Securities Operations & Custody*, 7 (3), 242-252.

Wageningen, A. J. (2013). Cross-border securities settlement in Europe: Improvements so far. *Journal of Securities Operations & Custody*, 6 (2), 167-173.

## ANEXOS

### Anexo I – Tabela de correspondência teoria-questões do primeiro questionário.

N/O	Autores	Principais conclusões	Questionário
1	Garnons-Williams, 2014	Essencialmente o T2S é uma plataforma de liquidação de operações europeia que pretende facilitar as transações entre os mais variados mercados financeiros europeus.	<b>Concorda que para além da harmonização dos mercados, o TARGET-2 Securities traz consigo uma melhor e mais fácil transação de títulos entre os mais diversos mercados financeiros europeus?</b>
2	Wageningen, 2013	Hoje em dia os CSD são monopólios nacionais e o espaço para competitividade é reduzido. Este fator traz consigo ineficácias e elevados custos e preços para transações entre os diversos mercados	Os CSD são monopólios nacionais e existe pouco espaço para a competitividade. Consequentemente a ineficácia dos mercados é maior sendo os custos e os preços entre os diversos mercados mais elevados. Com a <i>Central Securities Depositories Regulation</i> (CSDR) pretende-se eliminar todas estas barreiras ao bom funcionamento dos mercados europeus. <b>Acredita que o CSDR poderá solucionar a reduzida competitividade resultante dos monopólios nacionais e decorrente ineficácia dos mercados que aumenta os custos e os preços?</b>
	Belghazi, 2011	As razões que levaram a Comissão a elaborar a CSDR são várias, sendo as limitações da autorregulação, como o Código de Conduta, ou a necessidade de eliminar os obstáculos à liquidação entre mercados, exemplos disso.	
	Dubrau, 2013	Essas mudanças são por exemplo a uniformização de um leque de regras para o tratamento da liquidação de títulos ou então a definição daquilo que verdadeiramente pode ser processado e gerido pelos CSD.	
3	Brown, 2012	Hoje em dia existe uma pressão regulatória no sector e um dos efeitos é o desvio de fundos para áreas ligadas à <i>compliance</i> em detrimento da inovação e do desenvolvimento.	Com cada vez mais exigências regulamentares às quais as instituições financeiras estão sujeitas, muitos fundos são aplicados sobretudo à <i>compliance</i> em detrimento da inovação e do desenvolvimento. <b>Concorda que uma maior integração entre as instituições poderá atenuar estas exigências e reforçar as posições das mesmas face à crescente competitividade nos mercados?</b>
	Lannoo et al, 2013	Tendo isto em conta e o facto de as receitas serem as mais baixas das últimas décadas, é importante que haja uma maior integração entre as instituições financeiras, para que estas possam ser financeiramente viáveis.	
4	Scott, 2009	O <i>outsourcing</i> tem ganho também importância nos mercados financeiros pois isto permite às empresas reduzir custos e assim focar os seus recursos naquilo que acham que lhes poderá trazer vantagem competitiva.	Segundo alguns autores o <i>outsourcing</i> de serviços e o estabelecimento de parcerias entre os diversos atores financeiros tornará os mesmos financeiramente mais viáveis. Para além disto e que estes se tornem mais rentáveis é fundamental que estas instituições se focarem naquilo que mais lhes poderá trazer vantagem competitiva. Assim estas empresas devem focar-se naquilo que melhor sabem fazer, terceirizando serviços dispendiosos ( <i>back-offices</i> ). <b>Tendo em conta a sua experiência, tem assistido a uma tendência que confirme o que foi referido em cima?</b>
	Dubran, 2013	O <i>outsourcing</i> na Europa é uma tendência cada vez mais forte, sobretudo para as instituições se tornarem mais rentáveis e baixarem os custos.	
	Scott, 2009	Existem cada vez mais instituições financeiras a terceirizar os seus <i>back-offices</i> de forma a reduzir custos. Antes de uma empresa terceirizar um serviço deverá analisar se esse serviço lhe traz ou não vantagem competitiva em relação à concorrência.	



5	Probert et al, 2014	Fulcral para a evolução do ciclo de liquidação, é a melhoria técnica da automatização entre os vários atores financeiros. Um dos pontos que os autores referem é que com a redução do ciclo, as empresas mais pequenas teriam mais dificuldade em manter-se competitivas pois faltar-lhes-ia meios tecnológicos (...).	A normalização e a automatização de processos é fundamental para a redução do ciclo de liquidação operacional. Contudo a redução deste ciclo poderá ser difícil de suportar por parte das empresas mais pequenas devido à falta de tecnologia só ao alcance de grandes instituições. Mesmo tendo em conta as dificuldades por parte de instituições com menos capacidade, <b>concorda que a redução ao máximo do ciclo de liquidação é essencial para a melhoria do desempenho dos mercados?</b>
6	Wageningen, 2013	Maior integração será alcançada graças a todas estas e outras mudanças nos mercados financeiros europeus. Para além da redução do risco e dos custos, aliado ao aumento da eficiência operacional.	Seguindo os padrões internacionais de normalização e automatização (Ex.: ISO 20022), existirá uma maior integração por parte dos vários participantes, melhorando assim o desempenho dos mercados. <b>Concorda que uma maior integração, entre os mais diversos atores financeiros, poderá ser benéfico para a melhoria do funcionamento dos mercados?</b>
	Simpson, 2008	A automatização é importante para diversas áreas dos mercados. Para além da redução dos ciclos de liquidação, também facilita a transação entre partes sem que seja necessária mão humana	
7	Colladon, 2015	(...) fala na evolução dos serviços de <i>back-office</i> e de que forma estes se industrializaram, tornando os títulos físicos entraves ao rápido processamento de transações. Apenas esta industrialização permitiu que as funções de <i>back-office</i> fossem melhoradas e que o tempo de transação e o ciclo de liquidação fossem reduzidos.	A industrialização dos mercados, tornando o processamento de transações mais rápido em menos tempo teve como consequência a eliminação gradual dos títulos físicos. Consequentemente as funções de <i>back-office</i> tornaram-se mais eficazes. <b>Tendo em conta este contexto, quais são para si as razões pela qual hoje em dia ainda existem e são emitidos títulos físicos?</b>
8	Financial Action Task Force, 2012	Em 2012 a FATF publicou um documento com um conjunto de indicações para promover a implementação de medidas para um maior controlo e transparência dos <i>beneficiary owner</i> das empresas. Essas recomendações passam pela proibição ou nova emissão desse tipo de títulos, caso não haja um registo de identidade dos proprietários.	De forma a tornar a identidade dos <i>beneficiary owners</i> de títulos mais transparente, a <i>Financial Action Task Force</i> (FATF) recomenda a eliminação dos <i>bearer shares</i> . Outra opção poderá ser a imobilização dos mesmos ou então a obrigatoriedade da manutenção do registo de identidade por parte dos emissores. <b>Olhando para o referido em cima e atendendo que a confidencialidade é um fator fulcral no mundo financeiro, quais são para si os principais impactos que estas recomendações terão?</b>

## Anexo II – Questionário – Primeira Ronda

1. Concorda que para além da harmonização dos mercados, o *TARGET-2 Securities* traz consigo **uma melhor e mais fácil transação de títulos entre os mais diversos mercados financeiros europeus?**

Discordo totalmente	Discordo Parcialmente	Indiferente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente

2. Os CSD são monopólios nacionais e existe pouco espaço para a competitividade. Consequentemente a ineficácia dos mercados é maior sendo os custos e os preços entre os diversos mercados mais elevados. Com a *Central Securities Depositories Regulation* (CSDR) pretende-se eliminar todas estas barreiras ao bom funcionamento dos mercados europeus. **Acredita que o CSDR poderá solucionar a reduzida competitividade resultante dos monopólios nacionais e decorrente ineficácia dos mercados que aumenta os custos e os preços?**

SIM	
NÃO	

3. Com cada vez mais exigências regulamentares às quais as instituições financeiras estão sujeitas, muitos fundos são aplicados sobretudo à *compliance* em detrimento da inovação e do desenvolvimento. **Concorda que uma maior integração entre as instituições poderá atenuar estas exigências e reforçar as posições das mesmas face à crescente competitividade nos mercados?**

Discordo totalmente	Discordo Parcialmente	Indiferente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente

4. Segundo alguns autores o *outsourcing* de serviços e o estabelecimento de parcerias entre os diversos atores financeiros tornará os mesmos financeiramente

mais viáveis. Para além disto e para que estes se tornem mais rentáveis é fundamental que estas instituições se foquem naquilo que mais lhes poderá trazer vantagem competitiva. Assim estas empresas devem focar-se naquilo que melhor sabem fazer, terceirizando serviços dispendiosos (*back-offices*). **Tendo em conta a sua experiência, tem assistido a uma tendência que confirme o que foi referido em cima?**

Discordo totalmente	Discordo Parcialmente	Indiferente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente

5. A normalização e a automatização de processos é fundamental para a redução do ciclo de liquidação operacional. Contudo a redução deste ciclo poderá ser difícil de suportar por parte das empresas mais pequenas devido à falta de tecnologia só ao alcance de grandes instituições. **Mesmo tendo em conta as dificuldades por parte de instituições com menos capacidade, concorda que a redução ao máximo do ciclo de liquidação é essencial para o melhoramento do desempenho dos mercados?**

SIM	
NÃO	

6. Seguindo os padrões internacionais de normalização e automatização (Ex.: ISO 20022), existirá uma maior integração por parte dos vários participantes, melhorando assim o desempenho dos mercados. **Concorda que uma maior integração entre os mais diversos atores financeiros poderá ser benéfico para a melhoria do funcionamento dos mercados?**

SIM	
NÃO	

7. A industrialização dos mercados, tornando o processamento de transações mais rápido em menos tempo teve como consequência a eliminação gradual dos títulos físicos. Consequentemente as funções de *back-office* tornaram-se mais eficazes. **Tendo em conta este contexto, quais são para si as razões pelas quais hoje em dia ainda existem e são emitidos títulos físicos?**

---

---

---

---

---

8. De forma a tornar a identidade dos *beneficiary owners* de títulos mais transparente, a *Financial Action Task Force* (FATF) recomenda a eliminação dos *bearer shares*. Outra opção poderá ser a imobilização dos mesmos ou então a obrigatoriedade da manutenção do registo de identidade por parte dos emissores. **Olhando para o referido em cima e atendendo que a confidencialidade é um fator fulcral no mundo financeiro, quais são para si os principais impactos que estas recomendações terão?**

---

---

---

---

---

### Anexo III – Questionário – Segunda Ronda

1. Uma das grandes razões para a desmaterialização dos títulos físicos ou a diminuição da emissão dos mesmos é devido à intervenção de instituições estatais como sucedeu em França nos anos 1980, no Japão na última década, ou a crescente vontade da União Europeia de seguir o mesmo caminho. **Considera que para haver uma mudança de fundo no que toca à eliminação dos títulos físicos é fundamental a intervenção estatal?**

Discordo totalmente	Discordo Parcialmente	Indiferente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente

2. Um motivo que dificulta a adesão à desmaterialização de títulos físicos são os custos para os detentores. Por vezes todo o processo é mais dispendioso que o valor do título em si. **Concorda que é necessário que as instituições encontrem mecanismos mais rápidos e financeiramente acessíveis para promover a desmaterialização?**

Discordo totalmente	Discordo Parcialmente	Indiferente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente

3. Alguns emissores ainda têm a necessidade de manter o suporte físico de títulos de forma a manter o funcionamento dessas empresas. Uma das razões poderá ser a falta de adaptabilidade e até a lenta integração por parte de certas empresas no mundo financeiro. **Concorda com a afirmação em cima?**

SIM	
NÃO	

4. Os títulos físicos são vulneráveis a todo o tipo de calamidades e para além disso, estes são também dispendiosos, seja a quando da sua emissão, substituição ou custódia. Neste sentido a *Depository Trust Company* (DTC) lançou em 2012 a discussão em torno desta problemática com o objetivo de a médio/longo prazo a total desmaterialização de títulos físicos. **Indique em baixo, qual é para si a importância de uma total desmaterialização de títulos físicos tendo em conta o referido em cima.**

Nada Importante	Pouco Importante	Indiferente	Importante	Muito Importante

5. A confidencialidade é um elemento essencial no mundo financeiro no entanto com todas as exigências de *compliance* a manutenção do sigilo é dificultado. A posse de títulos físicos é uma forma de manter a confidencialidade em torno dos *shareholders* de algumas empresas. **Acredita que a eliminação dos títulos físicos (sobretudo dos *bearer shares*) poderá pôr em causa o funcionamento de certas empresas?**

Discordo totalmente	Discordo Parcialmente	Indiferente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente

6. Tendo em conta todos os elementos referidos nas questões anteriores, como a existente procura por títulos com suporte em papel, os custos associados à desmaterialização ou a confidencialidade, **acredita que mesmo assim algum dia os títulos físicos serão totalmente eliminados dos mercados?**

SIM	
NÃO	

**7. Enumere em baixo alguns fatores potenciais de impedimento de uma desmaterialização em definitivo dos títulos físicos. Indique também fatores que poderão acelerar o processo de desmaterialização.**

Fatores de impedimento	Fatores de aceleração

## Anexo IV – Resultados – Primeira Ronda

		RESPOSTAS										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
PERGUNTAS	1	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente
	2	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO	SIM
	3	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Indiferente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente
	4	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente
	5	SIM	SIM	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	6	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

PERGUNTA	7	RESPOSTAS	1
			Os certificados físicos são uma mera formalidade que confere ao "shareholder" um sentimento de posse. No entanto, com as novas tecnologias e meios de comunicação o certificado físico tornou-se obsoleto e pouco prático.
			Além do valor sentimental que por vezes existe, é sobretudo para efeitos de poupança e falta de tempo. Os custos inerentes à desmaterialização são elevados e caso estejam ao portador pode fazer-se negócios under the radar.
			Restrições especiais de alguns títulos; especificidades de mercado e resistência à mudança; o facto de caso seja importa a obrigatoriedade à desmaterialização se percam alguns no processo.
			Necessidade por parte de alguns issuers de manterem o suporte físico de títulos (por falta de adaptabilidade).
			Cada vez existem menos títulos físicos devido as próprias regras de desmaterialização dos mercados no que diz respeito a antigos securities assim como novas emissões. No entanto alguns investidores e acionistas/obrigacionistas preferem ter securities desmaterializadas por questões de segurança (apesar de nem sempre ser mais seguro) ou para uma questão de confidencialidade, no caso de títulos ao portador. No caso dos issuers.
			Certos clientes finais (talvez os mais velhos) ainda vêm a posse de um certificado como a prova de detenção de títulos (ao contrário dos eletrónicos). A emissão de certificados permite aos emissores uma espécie de "fidelização" dos acionistas, nomeadamente nos mercados US e Canada, onde alguns certificados só permitem a transferência de títulos sob determinadas condições.
			Existem clientes que têm preferências por títulos físicos pois preferem ter os títulos em mão e não vêm com bons olhos a tecnologia. Alguns certificados físicos podem ter mais valor e ao torna-los eletrónicos perdem esse valor.
			Títulos físicos ainda são emitidos hoje em dia por duas razões: - uma longa validade (alguns podem durar mais de 50 anos), - para títulos não registados, que não são supostos serem negociados no mercado.
			Sentimento de detenção física do certificado, dando confiança ao seu detentor.
			Os títulos físicos, embora com uma utilização cada vez menor, é ainda necessária ao funcionamento de certas empresas cujo processo de "integração" não está ainda completo. Nem todas as empresas se modernizam à mesma velocidade, levando a que algumas sintam ainda necessidade de utilizar títulos físicos
Decisão do emissor; vontade própria do investidor de possuir um títulos físico/prova de detenção => vontade para clientes particulares.			

PERGUNTA	8	RESPOSTAS	1
			Tem de haver confidencialidade, mas vai facilitar o combate à fraude, terrorismo, lavagem de dinheiro. Qualquer instituição terá de ter documentação que comprove a sua atividade para poder adquirir determinados títulos.
			Isto dificilmente acontecerá, pois existem demasiadas vantagens ao ter títulos ao portador, sobretudo na negociação de ações "proibidas". O impacto seria demasiado elevado para que isto aconteça.
			A própria segurança de alguns títulos pode ser posta em causa, sujeitos a roubos. A compra de empresas menores, onde não seria possível a compra de mais do que uma percentagem de títulos. As empresas ficariam sujeitas a estas compras sem o saberem.
			N.S.
			Menos transações, investimentos, menos liquidez dos mercados e falhas grandes na capacidade de financiamento de empresas, seriam os principais impactos destas medidas.
			A eliminação dos certificados ao portador não elimina apenas a garantia de confidencialidade, pode também diminuir fenómenos como assaltos, além de que a maioria das ações já têm o registo dos beneficiários. A confidencialidade já não se justifica, sobretudo após alguns escândalos (HSBC Suíça, Mossak Fonseca) Com exemplos destes a confidencialidade sai adulterada em proveito de evasões fiscais e até crimes
			Será uma recomendação que nunca será aplicada pois a confidencialidade é, tal como referido em cima, fulcral. O impacto poderá ser devastador.
			O impacto da imobilização (não eliminação) dos bearer shares permite uma melhor circulação dos títulos e o usufruto de direitos económicos ligados à sua posse. No entanto, o recuar da implementação da eliminação dos bearer shares pode ser mais problemática. Se um país o fizer, pode ser prejudicado e marginalizado por outras plataformas que o incluam numa lista de mercados e evitar.
			Diminuição do número de transações back to back; aumento do processamento manual; mais controlo sobre as transações financeiras.
			A eliminação completa dos bearer shares podia, efectivamente, quebrar a confidencialidade implícita neste ramo. Embora os seus opositores defendam a sua eliminação em nome da transparência, talvez uma reformulação das regras de "bearer shares" fosse mais conveniente e equilibrada - recorde-se, inclusive, que estas shares não significam segredo absoluto, mas a omissão do nome/entidade que detém a share, e são em regra acompanhados de documentos aparte que complementam a informação.
Menos investimentos nesses produtos preferindo outros simplesmente eletrónicos.			



## Anexo V – Resultados – Segunda Ronda

		RESPOSTAS										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
PERGUNTAS	1	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente
	2	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente
	3	SIM	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	4	Importante	Importante	Indiferente	Muito importante	Muito importante	Importante	Muito importante	Importante	Importante	Importante	Muito importante
	5	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Totalmente	Concordo Parcialmente	Indiferente
	6	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

Fatores de aceleração						
PERGUNTA	7	RESPOSTAS	1	Avanços tecnológicos		
			2	No caso da UE, imposição comunitária	Empresas que emitem títulos físicos ganham condições para emitir títulos eletrónicos	
			3	CSD e custodiantes deixam de aceitar títulos físicos	Diminuição dos custos de desmaterialização	Governos e entidades interessadas
			4	Redução de custos	Governos	
			5	Issuers deixam de emitir		
			6	Legislação que obrigue a desmaterialização	Tecnologia	
			7	Participantes	Vontade dos governos	Procura por parte dos investidores irá ser mais reduzida com o evoluir do tempo
			8	Imposição governamental	Concorrência mais forte, exigências que levam empresas a deixar de emitir certificados	
			9	Avanços tecnológicos	Porr imposição dos governos	
			10	Decisão da União Europeia		
			11	Custodians, CSD, emissores etc. tomam a decisão conjunta de eliminar certificados		

Fatores de impedimento						
PERGUNTA	7	RESPOSTAS	1	Investidores continuam a procurar certificados		
			2	Custos	Emissores continuam a necessitar de certificados	
			3			
			4	Procura	Empresas continuam a emitir certificados	
			5	Falta de benefícios económicos para os investidores		
			6	Custos associados à desmaterialização mantêm-se elevados	Governos não intervêm	
			7			
			8	Elevados custos que a desmaterialização acarreta		
			9	Custos da desmaterialização		
			10	Pouca integração por parte de empresas mais pequenas		
			11	Pouca pro-atividade por parte das partes interessadas	Investidores continuam a procurar certificados	