

PT

PT

PT



COMISSÃO EUROPEIA

Bruxelas, 15.9.2010
SEC(2010) 1059

DOCUMENTO DE TRABALHO DOS SERVIÇOS DA COMISSÃO

RESUMO DA AVALIAÇÃO DE IMPACTO

Documento que acompanha a

Proposta de

**REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO
relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções**

{COM(2010) 484 final}
{SEC(2010) 1058}

Os instrumentos derivados constituem um elemento importante da finança moderna. Trata-se, essencialmente, de contratos financeiros que facilitam a negociação e redistribuição do risco. Devem o nome ao facto de o seu valor ser derivado de um activo subjacente, como o preço de um instrumento financeiro (p. ex.: acções de uma sociedade cotada) ou de um produto (p. ex.: o petróleo). Na medida em que permitem uma redistribuição dos riscos, podem ser usados como seguro (cobertura) contra um determinado risco ou, inversamente, para assumir um determinado risco (investimento ou especulação). Os derivados podem ainda ser usados para arbitragem entre diferentes mercados.

Os derivados podem ir de instrumentos (p. ex.: futuros) com parâmetros inteiramente normalizados, como por exemplo um determinado valor nocional na maturidade, a instrumentos (como os *swaps*) inteiramente adaptados às necessidades específicas de um determinado utilizador. O tipo de derivado utilizado determina normalmente a forma como irá ser negociado: os derivados totalmente normalizados são tipicamente negociados em plataformas organizadas, ou seja, Bolsas de instrumentos derivados, enquanto que os derivados especializados («feitos à medida») são negociados de forma bilateral, isto é, fora de Bolsa, ou, na designação mais comum, no mercado de balcão (na sigla inglesa, OTC).

A crise financeira colocou o mercado de derivados OTC na mira das autoridades reguladoras. O quase colapso do Bear Sterns, em Março de 2008, a cessação de pagamentos pelo Lehman Brothers, em 15 de Setembro de 2008, e o salvamento da AIG, no dia seguinte, vieram evidenciar as lacunas no funcionamento deste mercado. Nesse contexto, os reguladores dedicaram particular atenção ao papel desempenhado pelos *swaps* de risco de incumprimento (na sigla inglesa, CDS) durante a crise.

Desde Outubro de 2008, a Comissão tem vindo a trabalhar activamente para colmatar as lacunas evidenciadas pela crise. A curto prazo, a Comissão centrou a sua atenção no mercado de CDS e obteve dos principais intervenientes nesse mercado um compromisso no sentido de começarem a compensar as transacções com CDS referenciados à Europa através de uma contraparte central (na sigla inglesa, CCP). A médio prazo, está a conduzir uma análise aprofundada dos mercados de derivados que já resultou na publicação de duas comunicações, em Julho e Outubro de 2009.

A primeira dessas comunicações analisava o papel desempenhado pelos derivados na crise financeira, os benefícios e riscos associados aos mercados de derivados e a forma como se poderiam reduzir os riscos identificados. A segunda definia as medidas de futura acção política que a Comissão tem a intenção de propor para aumentar a transparência nos mercados de derivados, reduzir os riscos de crédito de contraparte e os riscos operacionais da negociação e aumentar a integridade e o controlo dos mercados.

O presente relatório de avaliação de impacto acompanha parte das propostas anunciadas pela Comissão, nomeadamente as que contemplam o aumento da transparência e as que visam reduzir os riscos de crédito de contraparte e os riscos operacionais através de infra-estruturas de mercado pós-negociação.

Transparência

O mercado de derivados OTC é pouco transparente por natureza, já que são contratos negociados de forma privada relativamente aos quais, normalmente, só as partes contratantes dispõem de informações.

A crise financeira pôs a nu uma falta de informação sobre as posições e exposições de determinadas sociedades aos derivados OTC. Por um lado, essa ausência de informação faz com que os reguladores não consigam detectar a tempo a eventual acumulação de riscos, tanto em determinadas instituições como no sistema no seu todo, não lhes permitindo uma avaliação precisa das consequências do eventual incumprimento por um participante no mercado nem, consequentemente, uma resposta apropriada quando essas situações ocorrem (o caso do Lehman Brothers foi disso exemplo cabal). Por outro lado, alimenta a suspeita e a incerteza entre os participantes no mercado, durante as situações de crise.

Risco de crédito de contraparte

Os contratos de derivados vinculam as contrapartes durante a vigência de um contrato de derivados OTC. Ao longo do período de um contrato, as contrapartes acumulam créditos recíprocos, à medida que os direitos e obrigações decorrentes do contrato vão evoluindo em função do activo subjacente. Isto cria um risco de crédito de contraparte, ou seja, o risco de que uma contraparte possa não cumprir as suas obrigações nos termos do contrato no momento previsto. A compensação é a função que permite a gestão desses riscos ao longo do tempo, podendo ser efectuada centralmente, através de uma CCP, ou bilateralmente. Embora ambos os tipos de compensação sejam usados no mercado de derivados OTC, a compensação bilateral é a mais usada.

A crise veio evidenciar que o nível do risco de crédito de contraparte associado aos derivados OTC ultrapassava em muito aquilo que tanto os participantes no mercado quanto os reguladores poderiam pensar. Por outras palavras, as garantias usadas para mitigar o risco de crédito de contraparte eram insuficientes. A principal razão para essa situação é a inadequada constituição de garantias na parte do mercado que funciona numa base bilateral, quer pelo facto de alguns participantes no mercado não serem obrigados a fornecer garantias para os seus negócios com derivados OTC quer por questões relacionadas com os processos de gestão do risco aplicados pelos participantes que fornecem essas garantias.

Risco Operacional

Uma transacção com derivados OTC atravessa diversas fases, desde o momento em que duas partes chegam a acordo até ao momento em que a transacção é confirmada. Além disso, durante o período de vigência de um contrato de derivados OTC, é necessário ir gerindo uma série de acontecimentos (p. ex.: gestão de garantias, liquidação de pagamentos em dinheiro) decorrentes dos direitos e obrigações previstos no contrato.

Uma vez que o mercado de derivados OTC permite uma grande flexibilidade na definição dos termos económicos e legais dos contratos de derivados, existe uma grande diversidade de contratos altamente complexos e «feitos à medida». Esses contratos continuam a implicar intervenções manuais significativas em diversas fases do processo, o que aumenta o risco operacional e pode ocasionar riscos legais, limitar a transparência ou mesmo conduzir a um aumento do risco de crédito de contraparte.

Objectivos

O objectivo da presente avaliação de impacto é investigar a possibilidade de encontrar soluções a nível comunitário para os problemas acima referidos. O objectivo geral é reduzir o risco sistémico, aumentando a segurança e eficiência dos mercados de derivados OTC. Como já foi referido, a realização desse objectivo geral exige que sejam atingidos três objectivos

políticos específicos, ou seja: i) aumentar a transparência; ii) reduzir o risco de crédito de contraparte; e iii) reduzir o risco operacional associado aos derivados OTC. Tratando-se de objectivos bastante amplos, é necessário definir objectivos mais operacionais:

1. Obter informação completa e abrangente sobre as posições em derivados OTC;
2. Aumentar o uso da compensação através de uma CCP;
3. Melhorar as práticas de compensação bilateral;
4. Aumentar a normalização dos contratos de derivados OTC.

Opção(ões)/instrumento(s) preferido(s) de acção política

A avaliação analisa seguidamente os impactos de cada opção de acção política associada aos referidos objectivos operacionais e compara essas opções com um cenário de base a fim de determinar o caminho a seguir. Feita a análise, a avaliação de impacto concluiu que a opção mais proveitosa seria a adopção de medidas para:

1. Exigir que os participantes no mercado comuniquem todas as informações sobre as suas carteiras de derivados OTC a um repositório de transacções ou, se tal não for possível, directamente aos reguladores; Exigir a publicação de informação agregada sobre as posições detidas;
2. Exigir a compensação através de uma CCP para os derivados OTC que cumpram determinados critérios de elegibilidade pré-definidos;
3. Definir metas específicas para a compensação bilateral das transacções de derivados OTC; e
4. Definir metas específicas para a normalização das leis e processos.

Tendo em conta as opções preferidas e a necessidade de garantir que o enquadramento legislativo seja aplicado em toda a UE exactamente com o mesmo âmbito, sem «dourar a pílula» e sem deixar poderes residuais aos legisladores nacionais, foi considerado que um regulamento será o instrumento político mais indicado para alcançar os objectivos pretendidos.

Infra-estruturas de mercado pós-negociação

A decisão de exigir a utilização de uma CCP e de repositórios de transacções aumentará a importância sistémica das primeiras e dará um papel sistémico aos segundos (se não o tinham já). Será obrigatório garantir a segurança e solidez desta infra-estrutura, a fim de evitar que a sua utilização, para além de não o reduzir, aumente o risco sistémico. Para atingir esse objectivo, a avaliação reconhece que as questões pendentes identificadas no que respeita ao funcionamento das CCP e dos repositórios de transacções terão de ser resolvidas.

Contrapartes centrais

Uma CCP é uma entidade que se interpõe entre as contrapartes em contratos negociados num ou mais mercados financeiros, agindo como comprador perante todos os vendedores e como vendedor perante todos os compradores. Em virtude do seu papel central no mercado, as CCP

não estão habitualmente expostas a riscos de mercado (que continuam a ser suportados pelas partes na transacção original). No entanto, na qualidade de contrapartes em todas as posições, as CCP estão expostas a riscos de crédito se houver incumprimento por uma sua contraparte. Do mesmo modo, as contraparte das CCP estão expostas ao risco de crédito que representa a possibilidade de incumprimento pelas CCP. As CCP reduzem o seu risco de crédito de contraparte através de diversos mecanismos de reforço, que incluem normalmente restrições de acesso, instrumentos de gestão do risco (como a exigência de garantias) e mutualização das perdas, no conjunto designados por «cascata de risco» das CCP.

Em virtude do seu papel na redução dos riscos, as CCP são uma componente crítica do mercado que servem. Consequentemente, qualquer incumprimento por uma CCP terá potenciais efeitos sistémicos. Dada a sua importância sistémica, as CCP são estritamente regulamentadas. Na UE, as CCP são reguladas a nível nacional. Na medida em que as regras em matéria de regulamentação das CCP variam consoante os Estados-Membros, a desigualdade de condições de concorrência daí decorrente poderá aumentar o custo da prestação transfronteiras de serviços na qualidade das CCP e tornar esses serviços menos seguros do que seria desejável, constituindo um obstáculo à integração do mercado financeiro europeu.

Assim sendo, a Comissão examinou em 2006 a possibilidade de legislar a nível da UE no que respeita às CCP, mas optou antes por uma combinação de auto-regulação sectorial (tendo convidado o sector a chegar a acordo sobre um código de conduta) e cooperação entre os Estados-Membros (apelando à concretização das recomendações do SEBC-CARMEVM relativas às CCP), com vista a garantir uma maior eficácia e segurança da prestação de serviços das CCP na UE.

Desde então, verificou-se que a abordagem escolhida pela Comissão não era suficiente para eliminar os problemas relacionados com as CCP, devido a deficiências da própria abordagem e, por outro lado, ao surgimento de novos problemas. As deficiências estão sobretudo ligadas à conclusão de que a forma da recomendação não permite obter os mesmos resultados em termos de harmonização da regulamentação que a legislação a nível da UE. Os novos problemas incluem obstáculos ao estabelecimento de ligações, o surgimento do perigo de que as CCP entrem em concorrência pelos riscos e a questão da portabilidade das garantias num ambiente caracterizado por CCP.

Atendendo aos problemas atrás mencionados, a avaliação analisa possíveis formas de aumentar a segurança e eficiência da infra-estrutura pós-negociação na UE e a protecção dos investidores. Para tal, foram definidos quatro objectivos específicos, a saber: i) aumentar a segurança das CCP; ii) garantir a igualdade de condições na prestação de serviços das CCP; iii) facilitar o estabelecimento de ligações entre as CCP; e iv) prever salvaguardas adicionais para os participantes no mercado que só indirectamente têm acesso às CCP. Estes objectivos específicos exigem o cumprimento dos seguintes objectivos operacionais:

1. Eliminar os obstáculos à prestação de serviços das CCP além-fronteiras;
2. Eliminar os obstáculos ao estabelecimento de ligações entre as CCP;
3. Prevenir a concorrência pelos riscos entre as CCP; e
4. Facilitar a portabilidade das posições dos clientes e das margens associadas.

A avaliação analisa seguidamente os impactos de cada opção de acção política associada aos objectivos operacionais referidos e compara essas opções com um cenário de base a fim de determinar o caminho a seguir. Feita a análise, a avaliação de impacto concluiu que a opção mais proveitosa seria a adopção de medidas para:

1. Introduzir um passaporte para os serviços das CCP, com base na autorização e supervisão das CCP a nível nacional e com um papel reforçado para o colégio de supervisores.
2. Definir requisitos e procedimentos comuns para instituir o direito das CCP a tornarem-se interoperáveis, na condição de que os riscos sejam contemplados e de que as autoridades competentes aproveem a ligação:
3. Introduzir normas de risco comuns e estritas para as CCP; e
4. Exigir que as CCP ofereçam aos participantes por via indirecta a possibilidade de as suas margens serem colocadas em contas segregadas (globais ou nominais), mas deixando-lhes a escolha de utilizar ou não essa possibilidade.

Também neste caso, o regulamento é considerado o instrumento mais indicado para a realização dos objectivos pretendidos.

Repositórios de transacções

Um repositório de transacções é um registo centralizado que mantém uma base de dados electrónica aberta com os dados (contratos) das transacções de derivados OTC. Para além dessa actividade principal, um repositório de transacções pode também prestar outros serviços, como a gestão da celebração de contratos ou o tratamento de transacções. Os repositórios são uma novidade recente na família das infra-estruturas de mercado (o primeiro foi lançado no final de 2006), pelo que, até muito recentemente, não eram regulamentados. O principal benefício dos repositórios de transacções em termos de políticas públicas é o aumento da transparência decorrente da sua função de conservação de dados e da integridade da informação que detêm.

O principal problema que se colocou durante a crise foi o tempo de que os reguladores precisaram para conseguirem aceder à informação armazenada no repositório de transacções relativo ao mercado de derivados de crédito (que era o único repositório de transacções existente na altura). Com o papel sistémico que os repositórios de transacções irão adquirir por via da obrigação de comunicação de dados, a questão do acesso à informação por parte dos reguladores assumirá ainda maior importância. Além disso, muitos outros aspectos do funcionamento dos repositórios centrais terão de ser analisados, também devido à obrigação de comunicação de dados.

A avaliação de impacto analisou formas de garantir repositórios de transacções seguros, viáveis e eficientes, que prestem o necessário apoio à comunicação de dados e assegurem que as autoridades competentes disponham das informações necessárias para o exercício das suas funções. Para atingir este objectivo geral, a avaliação de impacto define mais três objectivos específicos, a saber: i) garantir a segurança e a integridade dos dados armazenados nos repositórios de transacções; ii) garantir a igualdade de condições na prestação de serviços de repositório central; e iii) garantir que as autoridades competentes tenham livre acesso à informação armazenada nos repositórios de transacções. A avaliação precisa depois um único

objectivo operacional, a saber o estabelecimento de regras comuns para o funcionamento dos repositórios de transacções.

A avaliação analisa seguidamente os impactos de cada opção de acção política associada aos objectivos operacionais referidos e compara essas opções com um cenário de base a fim de determinar o caminho a seguir. Na sequência dessa análise, a avaliação de impacto conclui que a opção mais proveitosa seria a adopção de legislação para as actividades dos repositórios de transacções, com o registo e fiscalização a serem assegurados a nível da UE pela AEVMM.

Também neste caso, o regulamento é considerado o instrumento mais indicado para a realização dos objectivos pretendidos.