

Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre 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 – 2010/0250 COD]

(2011/C 54/14)

Relator-Geral: **Edgardo Maria IOZIA**

Em 13 de Outubro de 2010 e 7 de Outubro de 2010, o Conselho e o Parlamento Europeu decidiram, respectivamente, consultar o Comité Económico e Social Europeu nos termos do artigo 114.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia sobre 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 – 2010/0250 (COD).

Em 20 de Outubro de 2010, a Mesa do Comité Económico e Social Europeu incumbiu a Secção Especializada do Mercado Único, Produção e Consumo da preparação dos correspondentes trabalhos.

Dada a urgência dos trabalhos, na 467.^a reunião plenária de 8 e 9 de Dezembro de 2010 (sessão de 8 de Dezembro), o Comité Económico e Social Europeu designou Edgardo Maria Iozia relator-geral e adoptou, por 144 votos a favor, 4 votos contra e 6 abstenções, o seguinte parecer:

1. Observações e recomendações

1.1 No final de 2009, o valor nocional dos derivados, segundo o Banco de Regulamentos Internacionais (BPI), era de cerca de 615 biliões de dólares americanos (615 000 000 000 000), mais de dez vezes o PIB mundial. Em 2010, as receitas dos bancos geradas por estes derivados deverão atingir valores na ordem dos 150 mil milhões de dólares, 40 % das quais é constituída por mercados não regulamentados (*over the counter* – OTC). Segundo um estudo recente realizado por um grande grupo bancário mundial, as reformas que serão introduzidas nestes mercados na Europa e na América comportarão uma diminuição de receitas de, no mínimo, quinze mil milhões de dólares.

1.2 O CESE congratula-se com a proposta de regulamento relativo aos derivados, aos mercados não regulamentados, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções e subscreve a afirmação do comissário Michel Barnier de que «Nenhum mercado financeiro se pode dar ao luxo de continuar a funcionar como se fosse o faroeste. Os derivados OTC têm um grande impacto na economia real, desde o preço das hipotecas ao preço dos produtos alimentares. A ausência de um enquadramento regulamentar para os derivados OTC contribuiu para a crise financeira e para as tremendas consequências com que todos nos estamos a confrontar.».

1.3 O recurso a um regulamento para dar um enquadramento jurídico a esta matéria é apropriado e satisfaz a exigência de introduzir obrigações gerais e uniformes para todos os operadores do sector.

1.4 O CESE concorda com a proposta da Comissão de compensar os derivados normalizados através de contrapartes centrais (CCP) e de garantir que as CCP, que assumirão riscos cada vez maiores, sejam sujeitas a normas prudenciais uniformes. Esta ideia, aliás, já fora avançada num parecer anterior do CESE: «Os

mercados OTC (*over the counter*) não devem ser abertos a trocas bilaterais e as operações devem ser efectuadas exclusivamente com uma contraparte central, que, ao avaliar o risco total, pode limitar o acesso às transacções das partes excessivamente expostas. As trocas devem ocorrer numa única plataforma ou, no máximo, num conjunto definido de plataformas, melhorando, deste modo, a transparência dos mercados».

1.5 O CESE acolhe muito favoravelmente a decisão de confiar às autoridades nacionais, em conjunto com a AEVMM a responsabilidade de supervisionar os mercados de derivados OTC, identificar os diferentes tipos de derivados que devem ser tratados centralmente, conceder, revogar ou alterar a autorização às CCP e proceder de modo idêntico em relação aos repositórios de transacções.

1.6 O CESE reputa indispensável reforçar a cooperação entre a AEVMM e as autoridades nacionais, que serão com certeza chamadas a contribuir com a sua experiência e conhecimento dos mercados locais e que deverão facilitar o processo de crescimento gradual da interoperabilidade das CCP, avaliando o seu nível de competência, a sua organização interna e a sua capacidade para enfrentar situações de risco. Entende-se que a opção de limitar a interoperabilidade aos instrumentos financeiros em numerário é, para já, adequada.

1.7 A proposta de regulamento aplica, de facto, as recomendações do Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board*) de alargar os serviços de contraparte central aos derivados OTC normalizados. O G20 estabeleceu que, até ao final de 2012, estes contratos deverão ser transaccionados em mercados ou através de plataformas electrónicas e compensados através de CCP. Além disso, os contratos OTC sobre instrumentos derivados devem ser registados nos repositórios de transacções.

1.8 A nível internacional, um grupo de trabalho conjunto CPSS-IOSCO iniciou, em Fevereiro de 2010, uma revisão global das normas para as infra-estruturas de mercados: sistemas de pagamento, sistemas de liquidação de valores mobiliários e contrapartes centrais. O objectivo é actualizar e reforçar os princípios ou recomendações existentes à luz dos ensinamentos retirados da recente crise financeira. Obteve-se um primeiro resultado de relevo com a publicação do relatório *Considerations for trade repositories in OTC derivatives market* [Considerações para repositórios de transacções no mercado de derivados OTC], de Maio de 2010. Em contrapartida, no atinente ao papel das CCP, já em Março de 2004 o Comité Técnico fornecera recomendações úteis sobre esta matéria que, infelizmente, foram ignoradas.

1.9 A proposta da Comissão não faz referência a uma norma específica sobre os swaps de risco de incumprimento (CDS). O CESE preconiza a adopção a breve trecho de regulamentação sobre os CDS, que ficarão sujeitos a restrições, juntamente com as vendas a descoberto (*short selling*), a partir de 1 de Julho de 2012, tal como os derivados, mas, neste caso, só a partir do final de 2012.

1.10 Em Outubro de 2009, a Comissão elaborou uma comunicação sobre as acções que serão empreendidas no futuro com vista a regular o mercado dos derivados. O objectivo é aumentar a transparência, reduzir os riscos operacionais pela normalização, desenvolver os mercados de contratos normalizados, introduzindo as devidas alterações à Directiva MiFID (relativa aos mercados de instrumentos financeiros).

1.11 O CESE crê que as disposições propostas trarão mais transparência aos mercados, conferindo um papel cada vez mais importante aos repositórios de transacções, reduzirão o risco de contraparte, aumentando progressivamente as operações que serão reguladas através de CCP – por seu turno, sujeitas a normas mais rigorosas em matéria de governação, organização interna e requisitos de capital –, e diminuirão o risco operacional mercê do recurso a procedimentos electrónicos para validar as condições dos contratos de derivados OTC.

1.12 O CESE é favorável tanto à proposta das contrapartes centrais como às restrições às vendas a descoberto. Impor transparência nas transacções, responsabilizar os operadores e as contrapartes e evitar excessos especulativos são objectivos necessários que a Comissão está a perseguir eficazmente, preparando medidas capazes de colmatar, pelo menos em parte, a inexistência de regulação que contribuiu, por sua vez, para a crise financeira.

1.13 O CESE faz notar, porém, que determinados riscos não deverão ser subestimados, nomeadamente no respeitante à ênfase excessiva nos potenciais benefícios a curto prazo das CCP para os mercados de swaps de risco de incumprimento. A natureza competitiva das diferentes CCP na compensação e na fragmentação de todo o processo é um outro factor a não menosprezar, como também não o é o risco de limitar a gama de instrumentos disponíveis e de aumentar os custos de transacção associados às actividades financeiras.

1.13.1 Para prevenir eficazmente estes riscos, haveria que proceder antes de mais a uma análise minuciosa das questões da interoperacionalidade das CCP, da confidencialidade do intercâmbio de dados, da concentração da recolha de dados, da obrigação de notificação às contrapartes centrais e do envolvimento dos clientes na governação das CCP.

1.14 O CESE recomenda às instituições europeias que:

- adoptem rapidamente o regulamento sobre os mercados de derivados OTC, a fim de restaurar confiança e serenidade nos mercados e de proteger os aforradores,
- completem a nova regulamentação em matéria de derivados, tal como foi anunciado pela Comissão,
- acelerem a finalização de toda a arquitectura institucional e normativa para a reforma da regulamentação dos mercados financeiros.

2. Proposta da Comissão

2.1 Já por diversas ocasiões o G20 reiterou o seu empenhamento em acelerar a adopção de medidas fortes para aumentar a transparência e obviar à pouca atenção que a legislação presta aos derivados OTC.

2.2 A proposta de regulamento faz referência a inúmeras medidas avançadas na Resolução do Parlamento Europeu, de 15 de Junho de 2010, sobre as medidas a adoptar para os mercados de derivados, e é coerente com a legislação americana recentemente adoptada, designada *Frank-Dodd Act*.

2.3 No atinente à compensação, à comunicação da informação e à atenuação do risco dos derivados OTC, está prevista a compensação através de CCP apenas para os contratos OTC normalizados. Por conseguinte, a fim de garantir que o maior número possível de derivados OTC seja incluído no mecanismo de compensação obrigatória, o regulamento previu duas abordagens para determinar quais os contratos a compensar.

2.4 A primeira abordagem, da base para o topo, prevê que a CCP seja autorizada pela autoridade competente a tomar decisões relativas à compensação de certos tipos de contratos. Essa mesma autoridade deverá, em seguida, informar a AEVMM, que poderá decidir se uma obrigação de compensação deste tipo deverá ser aplicada a todos os contratos análogos na UE.

2.5 Em contrapartida, a segunda abordagem, do topo para a base, permite identificar os contratos que não foram compensados através de uma CCP. Com efeito, ela prevê que a AEVMM, juntamente com o Conselho Europeu do Risco Sistémico (CERS), identifique os contratos que podem ser sujeitos à obrigação de compensação. As contrapartes sujeitas à obrigação de compensação devem recorrer a uma CCP.

2.6 Em princípio, o regulamento não será aplicado a contrapartes (empresas) exteriores ao sector financeiro, a menos que as posições detidas em derivados OTC atinjam um determinado limiar que lhes confira importância sistémica.

2.7 O regulamento estabelece um processo que permite identificar as instituições não financeiras com posições sistemicamente relevantes em derivados OTC e impõe-lhes obrigações específicas. O processo baseia-se na definição de dois limites: um limiar de informação e um limiar de compensação.

2.8 O regulamento exige, por conseguinte, a utilização de meios electrónicos e a existência de procedimentos de gestão do risco. Finalmente, as contrapartes financeiras e não-financeiras que ultrapassem o limiar de compensação devem comunicar a um repositório de transacções os detalhes de todos os contratos de derivados e de qualquer alteração aos mesmos.

3. Requisitos aplicáveis às CCP

3.1 As CCP devem assumir riscos adicionais. O regulamento exige, pois, que, por razões de segurança, as CCP estejam sujeitas a regras de funcionamento rigorosas e a requisitos prudenciais (normas de governação interna, aumento dos requisitos de capital, etc.).

3.2 Uma CCP deve dispor de mecanismos de governação sólidos, que tenham em conta quaisquer potenciais conflitos de interesses entre proprietários, gestores, membros compensadores e participantes por via indirecta. O papel dos membros do comité independente assume particular relevância. Em segundo lugar, a autorização para exercer actividades na qualidade de CCP deve estar sujeita a um montante mínimo de capital. O regulamento exigirá que a CCP constitua um fundo de protecção contra o incumprimento, para o qual os seus membros deverão contribuir.

4. Autorização e supervisão dos repositórios de transacções

4.1 O regulamento prevê requisitos em matéria de informação das transacções de derivados OTC destinados a aumentar a *transparência deste mercado, que deverão ser comunicadas aos repositórios de transacções*. Estes repositórios ficarão registados na AEVMM, que os fiscalizará.

4.2 O regulamento comporta ainda indicações para os repositórios de transacções com o objectivo de garantir a sua conformidade com uma série de normas. Essas normas são concebidas por forma a assegurar que as informações conservadas pelos repositórios de transacções para efeitos de regulação sejam fiáveis, seguras e estejam protegidas. Em particular, os repositórios de transacções estarão sujeitos a requisitos em matéria de organização e a requisitos operacionais que garantem uma custódia apropriada.

5. Observações do CESE

5.1 As infra-estruturas dos mercados dos valores mobiliários revelaram deficiências graves tanto na gestão do risco de contraparte como relativamente à transparência das transacções efectuadas nos mercados de derivados OTC, em particular o dos *swaps* de risco de incumprimento (CDS), identificados como os responsáveis pela «Grande Recessão».

5.2 Estes contratos «atípicos» contribuíram para reduzir a percepção do risco e ampliar a crise existente, atingindo seriamente as instituições que os emitiram e, conseqüentemente, o aforrador final. Por último, no que respeita aos emitentes, a especulação promovida pelos bancos ao venderem CDS a descoberto, isto é, sem activos subjacentes, fez aumentar as taxas e, por conseguinte, os encargos financeiros pagos pelos emitentes, o que contribuiu também para a sua falência.

5.3 Por tudo isto, os CDS foram apelidados de «para-quedas de chumbo» ou, por outras palavras, representam um potencial perigo mortal para o sistema financeiro mundial. A única solução concreta adoptada foi a de não permitir a falência das instituições, reforçando o seu capital mediante injeções de capitais públicos e, por conseguinte, nacionalizando-as. Esta intervenção levou pura e simplesmente a um aumento inevitável da dívida pública, o que implicou a transferência do problema e do risco da banca para o país de origem, provocou graves turbulências nos mercados monetários da zona euro e obrigou todos os países a tomarem apertadas medidas de austeridade que contribuíram para abrandar a já de si débil retoma económica.

5.4 Nos EUA, a *Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)* constituiu uma sociedade (*The Warehouse Trust Company LLC*) autorizada a operar como sistema de registo dos contratos (repositório de transacções) para os CDS. A Administração norte-americana levou a cabo uma reforma legislativa em matéria de trocas de derivados OTC que prevê a obrigação de utilizar as contrapartes centrais para os contratos normalizados e a concentração das trocas em mercados regulamentados ou plataformas organizadas.

5.5 Na Europa, a Comissão Europeia está a preparar uma proposta legislativa (regulamentação europeia sobre as infra-estruturas de mercado) destinada a aumentar a transparência e a estabilidade do mercado dos derivados OTC. As acções apresentadas estão em sintonia com a proposta norte-americana, pois pretende-se (e importa) evitar ter de recorrer a arbitragens regulamentares.

5.6 O CESE alerta ainda para os riscos das medidas propostas em relação ao mercado de derivados. De facto, o colapso dos mercados financeiros não se deveu unicamente aos derivados e à inexistência de contrapartes centrais ou de proibições de vendas a descoberto.

5.7 A partir dos anos oitenta, generalizaram-se nos mercados financeiros instrumentos derivados cada vez mais sofisticados que aumentaram a eficácia dos mercados, aproximando-os do ideal de perfeição, tal como descrito em teoria económica. Mas aumentou também, por conseguinte, a complexidade das actividades de regulamentação, supervisão e fiscalização, e os pacotes de reforma em análise foram todos eles concebidos com o objectivo de reforçar o controlo dos mercados, diminuindo, não raras vezes, a sua eficiência.

5.8 Um mercado é tanto mais eficiente quanto mais o preço (ou o rendimento) de um título reflectir as informações à disposição. Para tornar um mercado mais eficiente há, pois, que favorecer a circulação das informações para que possam ser incorporadas o mais rapidamente possível nos preços dos títulos. É importante saber quais as cedências a fazer em termos de eficiência.

5.9 Antes de mais, as medidas destinadas a reduzir a gama de instrumentos financeiros à disposição, por exemplo limitar os CDS «a nu» ou as actividades de venda a descoberto, poderiam não aumentar a eficiência dos mercados. Limitar os instrumentos existentes reduz, de facto, a capacidade dos mercados de absorver e difundir as informações à disposição dos operadores.

5.10 Pode-se evidentemente debater a utilidade dos CDS «a nu», quais as informações adicionais que eles veiculam em comparação com outros instrumentos ou até que ponto influenciam o custo do financiamento. Todavia, proibi-los não traria grandes ganhos em termos de eficiência. Limitar a possibilidade de vendas a descoberto reduz a liquidez do sistema e, conseqüentemente, a capacidade de reacção imediata a novas informações que passem a estar disponíveis. Além disso, confinar a transacção de títulos OTC, obrigando os operadores a tratar todos os derivados em mercados regulamentados e através de câmaras de compensação pode ter duplo efeito.

5.11 Por um lado, contribuiria para tornar o mercado mais transparente (seria mais fácil, por exemplo, acompanhar o montante e o risco dos títulos detidos pelos operadores) e permitiria limitar, pelo menos em parte, potenciais fontes de instabilidade. Todavia, em situações de crise financeira, a transparência por si só talvez não baste. A proposta da Comissão confere aos reguladores nacionais poderes claros para, em situações excepcionais, limitarem ou proibirem «temporariamente» a interdição de vendas a descoberto de qualquer instrumento financeiro, em coordenação com a AEVMM, que terá, em todo o caso, a possibilidade de intervir directamente em duas condições: no caso de ameaça para o funcionamento ordenado ou a integridade dos mercados e de os reguladores nacionais não terem tomado medidas ou terem tomado medidas insuficientes.

5.12 Por outro lado, todavia, o risco reside novamente em limitar o leque de instrumentos à disposição e aumentar os custos de transacção associados às actividades financeiras. O mercado de futuros é altamente normalizado e regulamentado (pois é importante que possam ser observados os preços dos contratos negociados), ao passo que o mercado de contratos a prazo (*forward market*) (instrumento semelhante na sua concepção aos futuros) é, pelo contrário, um mercado adaptado às necessidades das contrapartes e permite aos operadores estruturarem os pagamentos com uma certa flexibilidade. Estes títulos são pouco normalizados e dificilmente concebíveis num mercado regulamentado tradicional sem restringir as opções à disposição dos investidores.

5.13 As CCP são consideradas a «solução», o instrumento para gerir o risco sistémico e tornar os mercados OTC mais eficientes e transparentes. Representam certamente um factor importante para atenuar o risco e aumentar a eficácia dos mercados. Constituem um elemento indispensável da infra-estrutura do mercado dos derivados cotados em bolsa. Faz sentido, portanto, pensar que

as CCP contribuirão também para a evolução dos mercados OTC. Muitas instâncias e responsáveis políticos estão, no entanto, a dar ênfase excessiva aos potenciais benefícios das CCP para os mercados CDS a curto prazo.

5.14 Com efeito, as CCP não podem ser consideradas a solução para o risco de contraparte e poderão não estar em condições de aumentar a eficácia do mercado, tendo em conta o estado em que ele se encontra nos dias de hoje. No quadro actual, em que, numa mesma região, coexistem múltiplas CCP diferentes consoante se trata de derivados de crédito ou de *swaps* de taxa de juro (*interest rate swap*), a possibilidade de usar eficazmente as garantias colaterais e de reduzir a exposição à contraparte está comprometida. A CCP pode compensar a exposição numa base multilateral, mas apenas para a região, as contrapartes ou os tipos de derivados adequados por ela abrangidos. Isto significa que não é possível proceder a uma compensação entre as posições de *swaps* de risco de incumprimento (CDS) e de *swaps* de taxa de juro (IRS).

5.15 A compensação bilateral das exposições a vários tipos de derivados OTC por uma única contraparte externa à CCP pode levar a uma utilização mais eficaz das garantias colaterais. Convém, além disso, ter presente que os derivados são, pela sua natureza, instrumentos inovadores feitos à medida e que haverá sempre um grande número de contratos que não se adequam à compensação. Estas posições deverão ser conciliadas, tendo em conta o risco de crédito, mercê de um processo adequado de gestão das garantias que não inclui, no entanto, a CCP.

5.16 As CCP contribuem para acrescentar valor e repartir e isolar o risco ligado a um operador único. O CESE concorda com esta posição. A sua popularidade aumentará e acelerará a maturação e a transparência do mercado, tendo como consequência uma desejável expansão das actividades OTC no futuro.

5.17 As CCP são, no entanto, apenas um dos elementos de uma sólida infra-estrutura de gestão do risco. O risco de contraparte não será eliminado e há que continuar a contar com o risco bilateral para as posições externas à CCP.

5.18 Acresce, por último, que são muitas as sociedades que não investem nos sistemas de gestão do risco associado à sua carteira de derivados. É provável que elas continuem a esperar serem salvas mesmo quando a sua gestão dos riscos é completamente desadequada.

Bruxelas, 8 de Dezembro de 2010

O Presidente
do Comité Económico e Social Europeu
Staffan NILSSON