



Bruxelas, 11.9.2017
COM(2017) 468 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

sobre a necessidade de excluir temporariamente os derivados negociados em mercado regulamentado do âmbito dos artigos 35.º e 36.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014 relativo aos mercados de instrumentos financeiros

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E

AO CONSELHO

sobre a necessidade de excluir temporariamente os derivados negociados em mercado regulamentado do âmbito dos artigos 35.º e 36.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014 relativo aos mercados de instrumentos financeiros

1. INTRODUÇÃO

O presente relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho («relatório») apresenta uma avaliação da necessidade de excluir temporariamente os derivados negociados em mercado regulamentado («ETD») do âmbito dos artigos 35.º e 36.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014 relativo aos mercados de instrumentos financeiros («MiFIR»). Nos termos do artigo 52.º, n.º 12, a Comissão Europeia deve apresentar um relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a necessidade de excluir temporariamente os ETD das disposições sobre o acesso não discriminatório às contrapartes centrais (doravante designadas «CCP») e às plataformas de negociação nos termos dos artigos 35.º e 36.º do MiFIR por um período de até trinta meses após 3 de janeiro de 2018.

O artigo 52.º, n.º 12, do MiFIR prevê que a Comissão Europeia deve basear o seu relatório numa avaliação de risco efetuada pela ESMA em consulta com o ESRB e ter em conta os riscos resultantes das disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório no que diz respeito aos ETD para a estabilidade global e o funcionamento ordenado dos mercados financeiros em toda a União. Em julho de 2015, a Comissão solicitou à ESMA que, em colaboração com o ESRB, levasse a cabo a referida avaliação de risco. Em 31 de março de 2016, a ESMA apresentou a sua avaliação de risco¹ baseada num parecer do ESRB publicado em 9 de fevereiro de 2016².

A Comissão solicitou à ESMA que, na sua avaliação de risco: i) identificasse os potenciais fatores de risco e avaliasse a sua probabilidade, bem como a dimensão dos efeitos negativos sobre os sistemas financeiros; ii) avaliasse a existência de risco sistémico com base em fatores de risco que se podem considerar específicos dos acordos de acesso no âmbito do MiFIR; e iii) incluísse análises qualitativas e quantitativas detalhadas que sustentassem a sua argumentação.

A Comissão regista que, dada a ausência de dados sobre o funcionamento dos acordos de acesso para os ETD no âmbito do MiFIR, a ESMA foi incapaz de realizar uma avaliação quantitativa conforme solicitado pela Comissão.

¹ ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4 de abril de 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf

² ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR, 9 de fevereiro de 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e

2. ÂMBITO DO RELATÓRIO

Tal como acontece no Regulamento (UE) n.º 648/2012 (EMIR) no que respeita aos derivados OTC, o MiFIR estabelece uma obrigação de compensação dos ETD³, bem como um acesso não discriminatório e transparente às CCP e às plataformas de negociação de valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário e ETD.

O EMIR define um derivado OTC como um contrato de derivados cuja execução não tenha lugar num mercado regulamentado ou num mercado de um país terceiro considerado equivalente a um mercado regulamentado⁴. Em contrapartida, o MiFIR define um derivado negociado em mercado regulamentado⁵ como «*um derivado negociado num mercado regulamentado ou num mercado de um país terceiro considerado equivalente a um mercado regulamentado*», que nessa qualidade não é abrangido pela definição de derivado OTC nos termos do EMIR.

Assim, enquanto as disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório do MiFIR são aplicáveis aos derivados negociados em pelo menos um mercado regulamentado, as disposições em matéria de acesso aberto do EMIR só são aplicáveis aos derivados negociados OTC, incluindo os derivados negociados em sistemas de negociação multilateral ou em sistemas de negociação organizados, desde que não sejam negociados num mercado regulamentado ou num mercado de um país terceiro considerado equivalente a um mercado regulamentado.

Nos termos do artigo 52.º, n.º 12, do MiFIR, o presente relatório cobre apenas os ETD, não abrangendo portanto os valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário e derivados OTC.

3. DISPOSIÇÕES DO MiFIR EM MATÉRIA DE ACESSO NÃO DISCRIMINATÓRIO

As disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório visam reforçar a concorrência entre as plataformas de negociação e CCP e, em última análise, reduzir os custos para os investidores finais, prevenindo práticas discriminatórias que possam existir tanto ao nível das CCP como das plataformas de negociação.

O artigo 35.º do MiFIR especifica que uma CCP deve conceder acesso às plataformas de negociação numa base não discriminatória e transparente para compensação de transações, independentemente da plataforma de negociação em que estas sejam executadas. Neste contexto, o acesso aberto e não discriminatório visa assegurar que as plataformas de negociação têm direito a um tratamento não discriminatório no que se refere ao modo como os contratos negociados nas suas plataformas são tratados em termos de: i) requisitos de garantia e compensação de contratos economicamente equivalentes; e ii) recurso a margens cruzadas com contratos correlacionados compensados pela mesma CCP. Desta forma, as

³ Artigo 29.º, n.º 1, do MiFIR.

⁴ Artigo 2.º, n.º 7, do EMIR.

⁵ Artigo 2.º, n.º 32, do MiFIR.

plataformas de negociação terão a possibilidade de decidir qual ou quais CCP poderão compensar as transações executadas nas suas plataformas.

Paralelamente, o artigo 36.º do MiFIR especifica que uma plataforma de negociação deve, mediante pedido, conceder acesso aos seus dados relativos às transações, numa base não discriminatória e transparente, às CCP que pretendam compensar transações nessa plataforma de negociação.

No entanto, o MiFIR antecipava que, em determinadas circunstâncias, o acesso aberto às CCP e plataformas de negociação poderia apresentar riscos e ter potenciais desvantagens superiores em dimensão aos objetivos pretendidos de reforço da concorrência. Nesse contexto, os artigos 35.º e 36.º do MiFIR estipulam as condições em que o acesso pode ser negado. As autoridades competentes das CCP e das plataformas de negociação podem assim negar o acesso a determinada CCP ou plataforma de negociação nos casos em que a concessão de acesso possa: i) ameaçar o funcionamento correto e ordenado do mercado, em especial devido à fragmentação de liquidez, ou afetar negativamente o risco sistémico; ou ii) exigir um acordo de interoperabilidade (no caso dos ETD), salvo se a plataforma de negociação e a CCP em questão tiverem consentido nesse acordo e se os riscos decorrentes do mesmo estiverem garantidos por terceiros⁶. Além disso, o acesso pode também ser negado pelas CCP e plataformas de negociação se criar um risco indevido que não possa ser gerido com base no volume previsto de transações, nos riscos operacionais e na complexidade, bem como noutros fatores que criem um grau indevido de risco⁷.

Estas condições são especificadas na norma técnica de regulamentação relativa ao acesso das plataformas de negociação e contrapartes centrais a sistemas de compensação⁸, que abrange igualmente as condições em que o acesso será concedido, os procedimentos de notificação e outros requisitos⁹. Em particular, a norma técnica especifica mais pormenorizadamente os diferentes tipos de riscos, com base no volume previsto das transações, no risco operacional e na complexidade ou noutros fatores significativos que criem um grau indevido de risco (por exemplo, novo produto, ameaça à viabilidade económica da CCP ou da plataforma de negociação, risco jurídico ou incompatibilidade entre as regras de negociação e de compensação).

Além disso, o MiFIR introduz disposições específicas para que se tenha devidamente em conta a complexidade dos ETD e os consequentes desafios que o acesso aberto e não discriminatório possa implicar. Os ETD são complexos, em especial, devido aos seus longos prazos de vencimento e efeitos de alavancagem.

No caso dos ETD, a plataforma de negociação ou a CCP deve apresentar uma resposta por escrito no prazo de seis meses, em vez dos três meses aplicáveis no caso de outros

⁶ Artigo 35.º, n.ºs 1 e 4, e artigo 36.º, n.º 4, do MiFIR.

⁷ Artigo 35.º, n.º 6, alínea a), e artigo 36.º, n.º 6, alínea a), do MiFIR.

⁸ Regulamento Delegado da Comissão, de 24 de junho de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita às normas técnicas de regulamentação sobre o acesso a sistemas de compensação por parte das plataformas de negociação e contrapartes centrais.

⁹ Consultar o mandato da ESMA para elaboração de projetos de normas técnicas de regulamentação ao abrigo dos artigos 35.º, n.º 6, e 36.º, n.º 6.

instrumentos financeiros, e disponibilizar o acesso no prazo de três meses após ter dado uma resposta positiva ao pedido de acesso. Sempre que uma autoridade competente, plataforma de negociação ou CCP se recusar a conceder o acesso, deve apresentar a fundamentação integral da sua decisão e informar as autoridades competentes relevantes.

O MiFIR prevê ainda um regime transitório para as plataformas de negociação que oferecem a negociação de ETD com um montante notional anual negociado inferior a 1 bilião de euros¹⁰, que podem autoexcluir-se das disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório por um período de trinta meses (e até sessenta meses em determinadas condições¹¹) a partir da data de aplicação do MiFIR.

Por último, de acordo com o artigo 52.º, n.º 12, do MiFIR e sob reserva das conclusões do presente relatório, a Comissão pode decidir excluir os ETD do âmbito dos artigos 35.º e 36.º do MiFIR por um período máximo de 30 meses com base numa avaliação dos riscos efetuada pela ESMA em consulta com o ESRB. O artigo 54.º, n.º 2, do MiFIR prevê ainda que, caso a Comissão decida não excluir temporariamente os ETD do âmbito dos artigos 35.º e 36.º do MiFIR, as CCP ou plataformas de negociação podem solicitar às respetivas autoridades competentes a utilização do regime transitório. A autoridade competente pode avaliar os riscos resultantes da aplicação do acesso aberto e não discriminatório no que diz respeito aos ETD para o funcionamento ordenado da CCP ou plataforma de negociação relevante e pode decidir que a CCP ou a plataforma de negociação relevante fique isenta das obrigações de acesso durante um período transitório até 3 de julho de 2020.

4. ESTRUTURA DE MERCADO DOS ETD

Importa registar que a avaliação de riscos efetuada pela ESMA foi publicada em abril de 2016, numa fase muito precoce ou mesmo antes da introdução dos novos requisitos de regulamentação que visam garantir que: i) a negociação de derivados líquidos e normalizados seja efetuada, tanto quanto possível, em plataformas de negociação; e ii) os derivados OTC e os ETD sejam compensados a nível central a fim de reduzir o risco sistémico.

Tal como o ESRB, a ESMA considera expectável que a introdução da obrigação de negociação em plataformas de negociação ao abrigo do artigo 28.º do MiFIR para os derivados OTC que preencham determinadas condições aumente o número de derivados negociados em plataformas de negociação¹², incluindo em mercados regulamentados. Os derivados trazidos para os mercados regulamentados serão, por conseguinte, considerados como ETD, ficando assim sujeitos à obrigação de compensação em mercado regulamentado por uma CCP em conformidade com o disposto no artigo 29.º do MiFIR.

¹⁰ Artigo 36.º, n.º 5, do MiFIR.

¹¹ De acordo com o artigo 36.º, n.º 5, do MiFIR, uma plataforma de negociação que, nos primeiros trinta meses do período de autoexclusão, se mantenha abaixo do limiar de 1 bilião de euros de montante notional anual negociado em ETD pode beneficiar de um período adicional de autoexclusão de trinta meses.

¹² A obrigação de negociação prevista no artigo 28.º do MiFIR é considerada preenchida se a transação for efetuada num mercado regulamentado, mas também em sistemas de negociação multilateral ou em sistemas de negociação organizados.

De acordo com as conclusões da ESMA, o mercado de derivados europeu consiste sobretudo em OTC. No final de junho de 2016, a dimensão global do mercado de ETD situava-se ligeiramente acima de 10 % do mercado de derivados global, que tem vindo a registar uma tendência de diminuição desde 2008¹³. Em termos dos montantes nocionais das posições em aberto, o mercado dos ETD é sobretudo composto por derivados de taxa de juro, divididos em 60 % de opções e 40 % de futuros.

A avaliação de risco da ESMA destaca também a coerência na queda significativa da percentagem dos montantes nocionais das posições em aberto diariamente compensados em relação aos ETD nos últimos anos, com uma transição progressiva para instrumentos com prazos de vencimento mais longos.

A ESMA descreve ainda o mercado europeu de ETD como altamente concentrado ao nível da negociação e da compensação, em conjugação com uma infraestrutura de mercado verticalmente integrada na qual as principais estruturas de negociação e compensação fazem parte dos mesmos grupos integrados. Em 2014, a maior CCP em termos de número de ETD compensados detinha 58 % de quota de mercado, enquanto as três maiores, em conjunto, detinham 90 % do mercado. Vários operadores mais pequenos partilham a restante quota de mercado.

Ao avaliar a estrutura de mercado com base nas classes de ativos, a ESMA conclui que o mercado é ainda mais concentrado, sendo que um mercado regulamentado detém mais de 70 % dos ETD de capitais próprios em termos de valor negociado e outro mercado regulamentado detém cerca de 80 % dos ETD de obrigações, também em termos de valor negociado.

O caso dos derivados de mercadorias é ligeiramente diferente – à exceção dos ETD no domínio da energia – dado que o mercado de ETD ligados a mercadorias é caracterizado por um elevado nível de especialização e por uma reduzida sobreposição entre plataformas de negociação e CCP.

Paralelamente, no mercado de balcão, a aplicação em curso da obrigação de compensação prevista no EMIR já trouxe e continuará a trazer uma parte significativa dos derivados negociados em mercado de balcão para a compensação central. No seguimento das normas técnicas de regulamentação da ESMA no âmbito do EMIR, a Comissão Europeia já adotou atos delegados para a compensação central de operações de *swap* de taxas de juro (denominadas em UR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN e SEK) e de *swaps* de risco de incumprimento denominados em EUR¹⁴, trazendo cerca de 70 % do mercado de derivados

¹³ Ver *Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey - OTC derivatives positions at end-June 2016*, Quadro 1, Monetary and Economic Department, 11 de dezembro de 2016, http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf

¹⁴ Regulamento Delegado (UE) 2015/2205 da Comissão, de 6 de agosto de 2015, que complementa o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita às normas técnicas de regulamentação da obrigação de compensação; Regulamento Delegado (UE) 2016/592 da Comissão, de 1 de março de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita às normas técnicas de regulamentação da obrigação de compensação; Regulamento Delegado (UE) 2016/1178 da Comissão, de 10 de junho de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do

OTC destas classes para a compensação¹⁵. Importa igualmente assinalar que, embora a oferta de compensação seja muito concentrada, seis CCP diferentes oferecem serviços de compensação de operações de *swap* de taxas de juro.

A Comissão regista que: i) os derivados de taxa de juro representam a parte principal do mercado dos ETD; ii) a obrigação de negociação prevista no MiFIR poderá fazer com que uma parte dos derivados de taxas de juro passem a ser abrangidos pela definição de ETD; iii) a obrigação de compensação prevista no EMIR já é aplicável às operações de *swap* de taxa de juro; e iv) apesar da concentração, o mercado dos derivados de taxa de juro está distribuído por seis CCP distintas. Por conseguinte, a Comissão concorda com as conclusões da ESMA segundo as quais os derivados de taxa de juro constituem a classe de ativos mais importante na avaliação das consequências da aplicação das disposições relativas ao acesso aberto e não discriminatório aos ETD.

5. AVALIAÇÃO DO RISCO DAS DISPOSIÇÕES RELATIVAS AO ACESSO ABERTO E NÃO DISCRIMINATÓRIO PARA OS ETD

Embora as disposições relativas ao acesso aberto previstas no MiFIR não sejam ainda aplicadas, a ESMA informa que algumas CCP e plataformas de negociação do EEE já desenvolveram e utilizaram com êxito acordos de acesso para os ETD ou os derivados OTC¹⁶. A ESMA considera que, até ao momento, os acordos de acesso aplicados por infraestruturas de mercado ao abrigo das disposições do EMIR¹⁷ não causaram qualquer risco sistémico perceptível, apesar de os derivados OTC serem geralmente menos normalizados e mais complexos do que os ETD.

No entanto, em conformidade com a avaliação da ESMA, a Comissão Europeia considera que os acordos de acesso em vigor para os ETD ainda podem, em princípio, gerar riscos que poderão ameaçar o funcionamento correto e ordenado dos mercados ou afetar negativamente o risco sistémico.

Nesta perspetiva e tendo em conta a avaliação de risco macroprudencial efetuada pelo ESRB, a ESMA sublinha uma série de potenciais riscos que podem decorrer da aplicação das disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório aos ETD ao abrigo do MiFIR.

5.1 Risco decorrente do acesso aberto e não discriminatório ao nível das CCP

O acesso aberto e não discriminatório às CCP garantirá que as plataformas de negociação possam compensar as suas transações numa CCP à sua escolha. Esta possibilidade é particularmente relevante no contexto da aplicação prevista da obrigação de negociação, que irá colocar muitos derivados OTC no âmbito das disposições em matéria de acesso aberto e

Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita às normas técnicas de regulamentação da obrigação de compensação.

¹⁵ A aplicação progressiva teve início em 21 de junho de 2016; Ver *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, ESMA, 4 de abril de 2016, figura 11, p. 10.

¹⁶ Ver *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, ESMA, 4 de abril 2016, Quadro 2, p. 16.

¹⁷ Artigos 7.º e 8.º do EMIR.

não discriminatório do RMIF, podendo ser acompanhada pela entrada de novas plataformas de negociação sem acesso a CCP verticalmente integradas. Conforme salientado pela ESMA na sua avaliação de risco, os custos de negociação e compensação estão estreitamente interligados. O custo da negociação em plataformas de negociação é avaliado pelos participantes no mercado juntamente com os custos de compensação associados. Uma plataforma de negociação não pode ser competitiva se não possibilitar o acesso a custos de compensação atrativos. Sem estas disposições, as plataformas de negociação novas e que não estejam integradas verticalmente seriam impedidas de entrar no mercado e, por conseguinte, incapazes de promover um mercado mais competitivo e menos concentrado.

Risco de concentração

Tendo em conta estes objetivos, a Comissão partilha do ponto de vista da ESMA segundo o qual um dos principais riscos associados às disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório para os ETD consiste num novo risco de concentração («rutura num único ponto»). Neste cenário de risco, a possibilidade de as plataformas de negociação escolherem a sua CCP poderia conduzir a uma situação em que a CCP mais atrativa para um determinado ETD ou classe de ativos se torne na única prestadora de compensação central. Esta situação pode igualmente surgir nos casos em que, a fim de maximizar a eficiência da compensação e reduzir os requisitos de garantia, os participantes no mercado optem por uma única CCP (a maior).

Contudo, dada a concorrência e a dinâmica e estrutura do mercado, este cenário é improvável. A ESMA indica, designadamente, que uma transferência tão importante da compensação para uma única CCP seria desencorajada devido ao risco de, provavelmente, essa CCP aumentar as taxas de compensação para todos os seus membros compensadores até deixar de ser atrativa para as contrapartes. Além disso, um nível elevado de concentração exporia o sistema financeiro a uma rutura num único ponto com potenciais consequências sistémicas e a impossibilidade de os participantes no mercado transferirem eficientemente as suas posições para outra CCP, caso essa rutura ocorra.

A Comissão concorda igualmente com as conclusões do ESRB e da ESMA segundo as quais o mercado de compensação já é altamente concentrado na UE, sendo que alguns ETD ou classes de ativos são exclusiva ou predominantemente compensados numa só CCP. Será até de esperar que, independentemente da aplicação das disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório, a concentração possa ser futuramente reforçada em resultado «(...) *do crescimento comercial “natural” do negócio da CCP quando os seus serviços reunirem a preferência dos participantes no mercado*»¹⁸.

Pelo contrário, pode alegar-se que a atual concentração tem a ver com os obstáculos à entrada existentes, que as regras em matéria de acesso aberto e não discriminatório pretendem reduzir. Com efeito, o facto de as CCP poderem solicitar acesso à plataforma de negociação ao abrigo

¹⁸ ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR, 9 de fevereiro de 2016; p. 4.

da disposição em matéria de acesso aberto e não discriminatório prevista no MiFIR reduz os obstáculos à entrada de novas CCP.

A Comissão faz notar que os regulamentos EMIR e MiFIR preveem salvaguardas para fazer face a este risco de concentração. Em primeiro lugar, as CCP são reguladas pelas autoridades competentes relevantes ao abrigo do EMIR, que estabelece o exercício da atividade em termos organizacionais, as normas prudenciais e as regras macroprudenciais para as CCP. Por outro lado, o MiFIR confere poderes às autoridades competentes para recusar o acesso às CCP se este constituir uma ameaça para o funcionamento correto e ordenado dos mercados e afetar negativamente o risco sistémico ou exigir um acordo de interoperabilidade.

Risco operacional

Outro conjunto importante de riscos diz respeito ao grau indevido de risco que a CCP não consegue gerir com base no volume previsto de transações da plataforma de negociação, no risco operacional e na complexidade, bem como noutros fatores significativos que criem um grau indevido de risco¹⁹. A ESMA considera que estes riscos podem aumentar potencialmente o risco sistémico, ao afetarem os membros compensadores de outras CCP.

A este respeito, paralelamente ao título IV do EMIR («Requisitos em matéria de organização, regras de exercício da atividade e requisitos prudenciais»), o MiFIR permite às CCP recusar o acesso se, depois de envidados todos os esforços razoáveis para gerir os seus riscos, a CCP concluir que existe um grau indevido de risco que não pode ser gerido²⁰.

Tendo em conta o acima exposto, a Comissão considera que as disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório às CCP para os ETD ao abrigo do MiFIR terão provavelmente um impacto global positivo sobre o mercado. E quando os potenciais riscos decorrentes dessas disposições não puderem ser ignorados, a Comissão considera que os regulamentos MiFIR e EMIR já estabelecem salvaguardas sólidas para reduzir os riscos operacionais indevidos para as CCP ou um risco sistémico acrescido.

5.2 Risco decorrente do acesso aberto e não discriminatório ao nível das plataformas de negociação

O acesso aberto e não discriminatório a plataformas de negociação permite às CCP compensar as transações efetuadas em plataformas de negociação da sua escolha. Além de promover um ambiente mais competitivo, esta disposição visa dar aos membros negociadores da plataforma de negociação a possibilidade de escolherem a CCP na qual desejam compensar as suas transações, nomeadamente quando a CCP e a plataforma de negociação estão verticalmente integradas no mesmo grupo.

¹⁹ Artigo 35.º, n.º 6, alínea a), do MiFIR.

²⁰ Secção 1, artigos 1.º a 4.º, do Regulamento Delegado da Comissão, de 24 de junho de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita às normas técnicas de regulamentação sobre o acesso a sistemas de compensação por parte das plataformas de negociação e contrapartes centrais.

Esta situação pode ser particularmente benéfica para os participantes no mercado que pretendam maximizar a eficiência da compensação e reduzir os requisitos de garantia em todas as suas posições nas diferentes plataformas de negociação.

Além disso, numa perspectiva de estabilidade financeira, a Comissão partilha os pontos de vista da ESMA e do ESRB segundo os quais um ambiente com várias CCP contribui para reduzir o risco sistémico ao reforçar a capacidade para a sua substituição em caso de rutura. Se uma CCP ligada a uma plataforma de negociação estiver em dificuldades, as restantes CCP ligadas a essa plataforma de negociação poderiam continuar a compensar as suas transações.

Riscos relacionados com os acordos de interoperabilidade

O artigo 2.º do EMIR define acordo de interoperabilidade como um acordo entre duas ou mais CCP que envolva a execução intersistemas de transações. Estes acordos visam garantir que duas ou mais CCP conseguem fazer face às exposições entre ambas decorrentes do processo através do qual compensam transações dos seus participantes em todas as CCP ligadas.

Na ausência de um acordo de interoperabilidade, os membros que detenham posições em diferentes CCP serão afetados pelas ineficácias da compensação, pela maior necessidade de garantias e pela fragmentação de liquidez. Isso reduziria o interesse dos participantes no mercado num ambiente de múltiplas CCP. Numa perspectiva de risco sistémico, o relatório da ESMA sublinha que, além disso, um tal cenário reforçaria desfavoravelmente a prociclicidade.

Embora a maioria dos riscos descritos acima desaparecesse se as várias CCP ligadas a uma plataforma de negociação recorressem a acordos de interoperabilidade, a Comissão regista a principal preocupação do ESRB sobre o risco associado à potencial aplicação das disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório aos ETD. Com efeito, os acordos de interoperabilidade ao abrigo do EMIR só são aplicáveis aos valores mobiliários negociáveis e aos instrumentos do mercado monetário. A ESMA e o ESRB advertem ainda que a sua utilização no contexto dos ETD pode introduzir um grau significativo de complexidade e de risco inerentes às características dos derivados e pode ter consequências negativas para a gestão global dos riscos operacionais ao nível da CCP.

A Comissão considera, contudo, que o MiFIR introduz salvaguardas para garantir que esses riscos sejam adequadamente mitigados. Em primeiro lugar, de acordo com o artigo 36.º, n.º 4, alínea a), as autoridades competentes devem negar o acesso às CCP se esse acesso exigir um acordo de interoperabilidade. Assim, um acordo de interoperabilidade só poderá ser estabelecido se as várias CCP envolvidas e a plataforma de negociação tiverem dado o seu consentimento. Em segundo lugar, se o acordo de interoperabilidade ameaçar o funcionamento correto e ordenado do mercado, as autoridades competentes devem continuar a negar o acesso à plataforma de negociação.

Risco operacional

O MiFIR aborda também os riscos operacionais decorrentes da complexidade do volume de transações previsto, bem como de outros fatores significativos que criem um grau indevido de risco.

Neste caso, ao abrigo do artigo 36.º, n.º 6, do MiFIR e de acordo com as disposições especificadas nas normas técnicas de regulamentação sobre o acesso a sistemas de compensação por parte das plataformas de negociação e contrapartes centrais²¹, a plataforma de negociação pode recusar o acesso.

6. CONCLUSÕES

A Comissão faz notar que as disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório previstas no EMIR já se aplicam aos derivados OTC, valores mobiliários negociáveis e instrumentos do mercado monetário sem isenções temporárias. Na sequência da avaliação da ESMA, afigura-se que estes acordos de acesso não causaram qualquer risco sistémico perceptível. Importa frisar, a propósito, que os derivados OTC são, em termos gerais, menos uniformizados e mais complexos do que os ETD. Consequentemente, prevê-se que a aplicação das disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório do MiFIR aos ETD não venha a ser mais complexa do que a sua aplicação aos derivados OTC.

A aplicação das disposições em matéria de acesso aberto e não discriminatório aos ETD no âmbito do MiFIR pode, contudo, colocar alguns riscos suscetíveis de ameaçar o funcionamento correto e ordenado dos mercados ou afetar negativamente o risco sistémico. Mais especificamente, o presente relatório descreve uma série de potenciais riscos e, em particular, os riscos relativos: i) à concentração da negociação e da atividade de compensação em grupos integrados verticalmente; e ii) à potencial multiplicação de acordos de interoperabilidade, que aumentariam substancialmente o nível de complexidade da gestão global de riscos das CCP interoperáveis.

Tendo analisado estes riscos, a Comissão considera que o atual quadro regulamentar previsto nos regulamentos MiFIR e EMIR tem devidamente em conta os potenciais riscos identificados. Além de serem reguladas pelas autoridades competentes relevantes, o EMIR rege o exercício da atividade das CCP em termos organizacionais, das normas prudenciais e das regras macroprudenciais aplicáveis. Paralelamente, o MiFIR oferece às CCP, plataformas de negociação e autoridades competentes a possibilidade de recusarem o acesso à infraestrutura relevante, conforme especificado na norma técnica de regulamentação sobre o acesso das plataformas de negociação e contrapartes centrais a sistemas de compensação, caso a CCP, a plataforma de negociação ou o mercado possam ser colocados em risco.

Neste quadro, a Comissão conclui que não é necessário excluir temporariamente os derivados negociados em mercado regulamentado do âmbito dos artigos 35.º e 36.º do MiFIR.

²¹ Secção 2, artigos 5.º a 8.º, do Regulamento Delegado da Comissão, de 24 de junho de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita às normas técnicas de regulamentação sobre o acesso a sistemas de compensação por parte das plataformas de negociação e contrapartes centrais.