

PT

PT

PT



COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS

Bruxelas, 3.7.2009
COM(2009) 332 final

COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO

Garantir a eficiência, segurança e correcção dos mercados de derivados

{SEC(2009) 905 final}
{SEC(2009) 914 final}

COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO

Garantir a eficiência, segurança e correcção dos mercados de derivados

(Texto relevante para efeitos do EEE)

1. INTRODUÇÃO

A crise financeira em curso colocou os produtos financeiros derivados 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, em 16 de Setembro, vieram salientar o papel significativo dos derivados, em geral, e dos *swaps* de risco de incumprimento (*Credit Default Swaps*, ou CDS), em especial.

Existe um amplo consenso sobre os benefícios e riscos dos mercados de derivados, amplamente demonstrados pela crise financeira. O relatório do grupo de alto nível presidido por Jacques de Larosière identificou os riscos associados à rápida explosão da utilização de instrumentos derivados de crédito e salientou a necessidade de resolver o problema da falta de transparência do mercado. Para tal, o relatório recomendou que fossem adoptadas medidas para simplificar e normalizar os derivados negociados no mercado de balcão (*over the counter*, ou OTC) e para introduzir um sistema de compensação por uma contraparte central (*central counter party*, ou CCP). A Cimeira do G20, que teve lugar em Londres em Abril, assumiu o compromisso de promover a normalização e resistência dos mercados de derivados de crédito, nomeadamente através do estabelecimento de CCP sujeitas a regulamentação e supervisão efectivas. O Conselho Europeu de 19 de Junho de 2009 apelou também a que se actuasse no sentido de garantir a transparência e estabilidade dos mercados de derivados.

A Comissão tem vindo a desenvolver activamente, desde Outubro de 2008, uma análise aprofundada dos mercados de derivados. Tal como anunciava a Comunicação «Impulsionar a retoma europeia», a presente comunicação apresenta as conclusões dessa revisão e prepara o terreno para o lançamento, a breve prazo, de medidas que permitam resolver os problemas identificados. A Comissão irá continuar, em paralelo, a trabalhar de forma construtiva com o sector, de modo a dar seguimento ao seu compromisso de introduzir um sistema de compensação centralizado a nível da UE até ao final de Julho de 2009. Na continuação desse processo, a Comissão tomará inteiramente em consideração as medidas adoptadas pelo sector.

A presente comunicação é acompanhada de um documento de trabalho dos serviços da Comissão que inclui: i) uma descrição dos mercados de derivados; ii) uma descrição dos segmentos OTC dos diferentes mercados de derivados; e iii) uma avaliação da eficácia das medidas de redução dos riscos actualmente em vigor, nomeadamente no que respeita aos CDS.

A Comissão gostaria de receber reacções das partes interessadas em relação às orientações apresentadas na presente comunicação e, em especial, às questões específicas tratadas em mais pormenor no documento de consulta anexo. Essas reacções devem ser enviadas à Comissão até 31 de Agosto de 2009.

2. DERIVADOS E MERCADOS DE DERIVADOS

Este capítulo explica o que são os produtos financeiros derivados e quais são os seus benefícios para a economia e os riscos que podem implicar. Estes últimos foram centrais para a crise financeira.

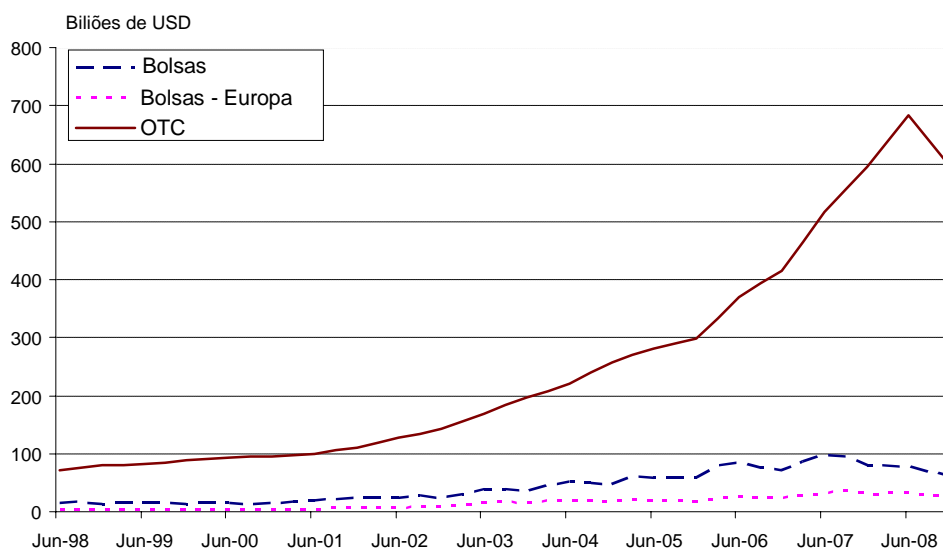
2.1. O que são produtos derivados?

Os produtos derivados são contratos financeiros de transacção e redistribuição dos riscos gerados na economia real, pelo que são ferramentas importantes, ao permitirem que os agentes económicos transfiram os riscos a que estão expostos. Podem ser utilizados tanto para a cobertura dos riscos (*hedging*) como para a aquisição de riscos com o objectivo de obter lucro. São chamados produtos derivados porque o seu valor é «derivado» de um activo «subjacente», por exemplo outro instrumento financeiro, uma mercadoria, uma variável de mercado ou mesmo um serviço.

Existem muitos tipos de derivados. Alguns (p. ex.: futuros) são produtos normalizados, enquanto que outros (p. ex.: *swaps*) não o são, já que cada contrato é adaptado às necessidades específicas do utilizador. Os derivados normalizados são tipicamente negociados em praças comerciais organizadas (p.ex.: Bolsas de derivados), onde os preços são públicos, enquanto que os derivados não normalizados são negociados fora de Bolsa ou, como se diz geralmente, no mercado de balcão (OTC), onde os preços não são revelados.

A sua utilização cresceu enormemente durante a última década. Esse crescimento materializou-se em transacções OTC, como ilustra o gráfico a seguir apresentado.

Dimensão dos mercados de derivados: em Bolsa e fora de Bolsa

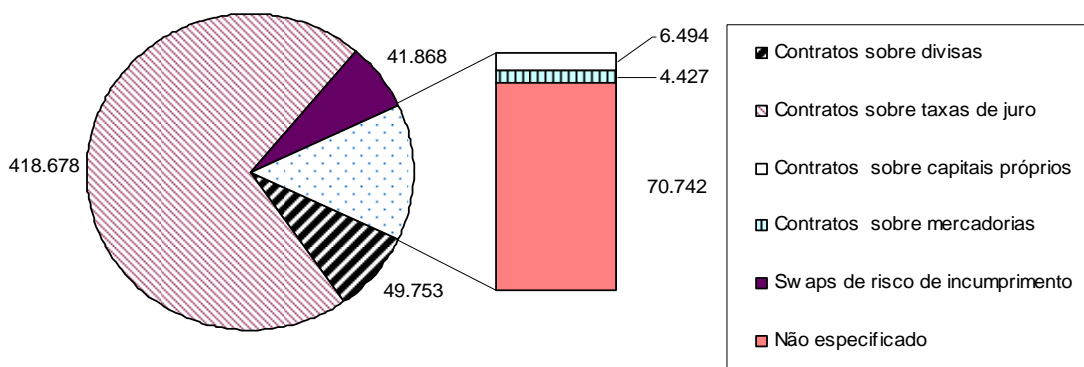


Nota: Os valores mostram os saldos nocionais pendentes para os segmentos dentro e fora de Bolsa, em bilhões de USD, no período 1998-2008. A sua evolução mostra que os montantes pendentes a nível mundial, com a quota de mercado das Bolsas europeias mostrada separadamente, (não está disponível uma repartição geográfica semelhante para os dados OTC). Fonte: Banco de Pagamentos Internacionais (BPI/BIS).

Os derivados OTC estão em geral divididos em cinco grandes segmentos: derivados de divisas estrangeiras, derivados de taxas de juro, derivados de capitais próprios, derivados de mercadorias e derivados de crédito, dos quais os mais importantes são os CDS (*swaps* de risco de incumprimento). O gráfico a seguir apresentado mostra a importância relativa desses segmentos. O capítulo 3 do documento de trabalho dos serviços da Comissão apresenta os segmentos em causa em maior detalhe, descrevendo as diferentes características e riscos dos diferentes tipos de derivados OTC.

Segmentos OTC do mercado de derivados

Saldos nocionais pendentes, em biliões de USD, Dezembro de 2008



Fonte: BPI (2009)

2.2. Os derivados beneficiam a economia...

Nenhuma economia pode florescer se ninguém estiver disposto a assumir riscos. Um empresário que cria uma empresa está a assumir o risco de falência. Um banco que empresta dinheiro a essa empresa corre o risco de não ser reembolsado da totalidade do empréstimo. Sem o empresário que cria a empresa, contudo, o aforrador que depositou os seus fundos no banco teria menos uma oportunidade de obter um rendimento correcto das suas economias. O aforrador sabe que quanto mais alto o rendimento, mais elevado será o risco do projecto que está a financiar. O financiamento de projectos de investimento depende portanto de que alguém esteja disposto a assumir os riscos que lhes estão associados. Ninguém gosta de assumir demasiados riscos, pelo que é bom que os riscos possam ser partilhados.

Os derivados permitem essa partilha ou redistribuição dos riscos e podem ser utilizados como protecção contra um determinado risco («cobertura») ou como ferramenta para assumir posições especulativas. As entidades comerciais, em especial, como transportadoras aéreas, fabricantes, etc., utilizam os derivados para cobrirem o risco de aumento do preço dos materiais de base que utilizam na sua actividade e para planearem melhor as suas necessidades futuras.

2.3. ...mas podem pô-la em risco, ...

As instituições envolvidas em mercados de derivados podem abranger, ou «cobrir», os riscos que incorrem através da utilização de derivados. Contudo, se os riscos forem cobertos em mercados OTC sobre os quais não exista informação pública fiável, os intervenientes e supervisores dos mesmos dificilmente conseguem determinar se esses riscos foram cobertos de forma eficaz.

Quando os correctores de produtos derivados não são líderes de mercado (*market makers*) nem detêm qualquer interesse nos activos subjacentes, facilitam a especulação, a volatilidade e a acumulação de riscos no sistema. Os derivados podem então ser utilizados como meio de alavancagem dos balanços das entidades intervenientes nos mercados de derivados, já que lhes permitem assumir determinadas posições com menos capital do que o que seria necessário para o investimento em mercados a prazo.

Além disso, em caso de incumprimento por uma contraparte, poderá ser difícil encontrar outras contrapartes que a substituam na cobertura dos riscos. Essas contrapartes poderão estar elas próprias em dificuldades ou relutantes em efectuar o negócio, devido ao aumento da incerteza. Em mercados com poucos participantes, este problema assume maiores proporções.

Em suma, ao celebrar um contrato OTC, é difícil *avaliar* o risco de que uma contraparte não cumpra as obrigações assumidas. Em mercados financeiros altamente interligados, essa avaliação exigiria, em princípio, que qualquer interveniente no mercado conhecesse em profundidade todos os outros intervenientes nesse mesmo mercado. Na medida em que nos mercados OTC não está disponível muita informação pública, esse conhecimento é incompleto.

Os CDS são particularmente vulneráveis em todos estes aspectos. Enquanto que a maioria dos derivados depende de preços de mercado observáveis (p.ex.: taxas de juro ou taxas de câmbio), os CDS são diferentes. O risco que cobrem - risco de crédito - não é imediatamente observável, estando dependente da existência de informação específica sobre o mutuante, de que normalmente só os bancos dispõem. Contudo, durante as últimas décadas o risco de crédito tornou-se mais comercializável, nomeadamente através de titularização. A avaliação dos riscos continua a ser difícil, o que poderá levar a situações em que o mercado se confronta subitamente com um caso de incumprimento significativo. Por outro lado, os riscos associados aos CDS são ainda amplificados porque as potenciais obrigações que lhes estão associadas são extremas¹. Esses riscos não são exclusivos dos CDS: aplicam-se aos produtos derivados em geral, mas de forma menos dramática.

2.4. ... como prova a crise financeira

A crise financeira mostrou que estes riscos não são puramente teóricos mas reais. O *Bear Sterns*, o *Lehman Brothers* e a AIG eram operadores importantes no mercado de derivados OTC, na qualidade de correctores, de utilizadores de derivados OTC ou ambas. Os problemas que enfrentaram tiveram uma origem exterior aos mercados de derivados OTC, mas entraram nesse mercado através de CDS subscritos por estas três instituições e, devido ao papel central das mesmas em todos os mercados de derivados OTC, alastraram para além dos CDS e tiveram efeitos sobre a economia mundial. A opacidade do mercado impediu, por um lado, que os outros intervenientes no mercado pudessem saber exactamente qual era a exposição das suas contrapartes em relação a essas três entidades, o que resultou numa situação de desconfiança e numa redução abrupta da liquidez. Por outro lado, impediu também que os reguladores pudessem identificar numa fase suficientemente precoce os riscos que se estavam

¹ Os fluxos de caixa relacionados com um CDS são «descontínuos», ou seja, em circunstâncias normais o vendedor de um CDS obtém um retorno estável sob a forma de comissões, mas assume o risco de que a entidade com quem subscreveu o CDS entre em situação de incumprimento, o que o forçará a ter de pagar a totalidade do montante principal menos o valor das obrigações não cumpridas; essa característica levou certas entidades a utilizarem esses instrumentos de forma abusiva como instrumentos de financiamento.

a acumular no sistema, o grau de concentração desses riscos e, conseqüentemente, os efeitos que o incumprimento por parte dessas entidades teria sobre a estabilidade financeira. A cobertura reguladora simplificada do mercado agravou este problema, na medida em que as autoridades de supervisão não dispunham da informação suficiente.

Em suma, a crise mostrou que os produtos derivados, em geral, e os CDS, em especial, criaram uma teia de dependência mútua difícil de compreender, deslindar e conter no seguimento de uma situação de incumprimento. Por conseguinte, a crise mostrou claramente que as características dos mercados de derivados OTC - a natureza privada dos contratos, com informação pública limitada, a complexa teia de dependência mútua, as dificuldades em apreender a natureza e o nível dos riscos – aumentam a incerteza em períodos de pressão sobre os mercados e constituem portanto um risco para a estabilidade financeira.

3. GERIR OS RISCOS DE CONTRAPARTE

Estes riscos podem ser limitados através da estrutura das funções de negociação e pós-negociação. A nível da negociação, os riscos podem ser reduzidos através do aumento da eficiência operacional, nomeadamente assegurando a execução, declaração e confirmação electrónicas das transacções², o que teria como efeito tornar a execução das transacções OTC mais semelhante à execução das transacções em Bolsa. Antes da crise financeira, as entidades reguladoras centraram a sua atenção no aumento da eficiência operacional, o que contribuiu, por exemplo, para que se chegasse à situação actual, em que os CDS são, cada vez mais, declarados e confirmados electronicamente.

No entanto, embora necessária, a eficiência operacional não é por si só suficiente. Para enfrentar de forma eficaz os riscos acima descritos, é importante reforçar também as funções pós-transacção e, nomeadamente, os mecanismos de compensação. A compensação é uma forma de limitação dos riscos acima descritos, pelo que desempenha um papel essencial nos mercados de derivados. A compensação pode ser bilateral, entre as duas contrapartes numa determinada transacção, ou a nível central do mercado, através de uma Contraparte Central (CCP). No contexto das Bolsas de Valores, a compensação é quase exclusivamente da competência de CCP. Fora de Bolsa, a compensação bilateral continua a ser a norma, embora em certos segmentos de mercado (em especial no sector dos *swap* de taxas de juro) também existam mecanismos de compensação por uma CCP.

- **Compensação bilateral:** normalmente, as duas contrapartes celebram acordos colaterais que prevêem um seguimento regular da evolução do valor do contrato, que lhes permite gerir as suas exposições de crédito mútuas respectivas. Se o valor evoluir de tal forma que uma das partes passe a ser credora da outra, a primeira passa a ter o direito de exigir garantias à segunda. Embora sejam importantes para limitar os riscos de crédito, as garantias exigem a gestão de relações de compensação com diversas contrapartes. A própria natureza dessa complexa rede bilateral faz com que as instituições dificilmente consigam avaliar a sua própria exposição de crédito devido às exposições cruzadas das suas contrapartes e muito mais dificilmente ainda avaliar as implicações em cascata de um eventual incumprimento por uma contraparte.

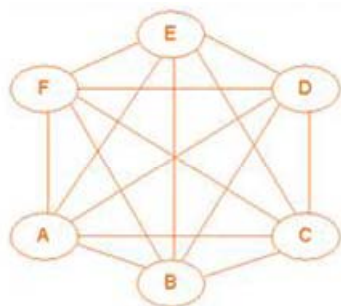
² Para uma descrição mais pormenorizada destes conceitos, ver o ponto 2.2 do documento de trabalho dos serviços da Comissão, que acompanha a proposta.

- **Compensação por uma CCP:** a CCP actua, em todas as transacções, como contraparte de cada um dos seus intervenientes. As obrigações de cada um dos intervenientes na transacção passam a ser obrigações perante a CCP, pelo que a exposição desses interveniente no mercado em causa fica concentrada numa única contraparte. Há muitas vantagens em utilizar uma CCP. Uma CCP é, na prática, um seguro mútuo, que defende todas as partes. Simplifica a gestão das garantias, na medida em que é a CCP que as recebe e gere. É também mais segura, na medida em que a CCP actua como garante central e é uma instituição exclusivamente centrada na gestão de riscos, com vários níveis de protecção. Essa concentração exclusiva na gestão dos riscos faz com que a CCP seja uma parte neutra. A CCP tem mais facilidade, pela sua posição central, em compreender e gerir os riscos. Além disso, a informação centralizada detida pela CCP facilita também a supervisão dos riscos por parte das autoridades reguladoras. Tendo em conta o papel sistémico da CCP, é essencial que seja gerida de forma profissional, esteja suficientemente capitalizada e seja bem regulada, de modo que garanta a segurança e correcção dos processos³.

Compensação bilateral vs compensação por uma CCP

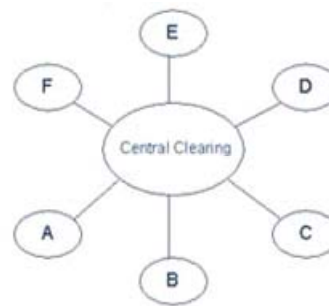
Compensação bilateral

- Rede de exposições a contrapartes
- Movimentos colaterais complexos
- Potencial efeito de dominó em caso de incumprimento por parte de um corretor



Compensação por uma CCP

- Sistema radial, com garante central
- Todos os movimentos colaterais de/para a CCP
- CCP capitalizada de modo a poder absorver o incumprimento por parte de um corretor



Dadas essas vantagens, poderá perguntar-se porque é que os intervenientes nos diferentes mercados não utilizam sempre a compensação por uma CCP. A primeira razão, e a mais óbvia, é que a segurança representa um custo para os intervenientes, que têm de contribuir para os diferentes níveis de protecção da CCP. Em segundo lugar, uma CCP aumenta a transparência, o que redistribui as vantagens da informação entre os intervenientes no mercado, prejudicando aqueles que beneficiam num determinado momento de uma vantagem desse tipo (normalmente os mais importantes corretores de derivados OTC). Também é verdade, porém, que nem sempre é possível passar por uma CCP. Para que isso possa acontecer, terão de estar cumpridas certas pré-condições, geralmente relacionadas com a liquidez e a normalização. Neste sentido, e na medida em que nem todos os derivados OTC preenchem as características necessárias para a compensação por uma CCP, a Comissão trabalhará igualmente no sentido de reforçar a gestão dos riscos de contraparte nas transacções bilaterais.

³ Para uma descrição mais pormenorizada da compensação por uma CCP, ver o ponto 2.4.2 do documento de trabalho dos serviços da Comissão, que acompanha a proposta.

Em suma, os riscos associados aos derivados variam em função da estrutura do mercado. Em termos gerais, os mercados OTC são muito mais arriscados do que os mercados regulamentados, já que são menos transparentes e envolvem relações de contraparte mais complexas. A eficácia das ferramentas de limitação dos riscos bilaterais de contraparte deixa portanto muito a desejar e a forma como os riscos de contraparte são limitados terá de ser substancialmente melhorada.

4. MEDIDAS JÁ TOMADAS PELA COMISSÃO PARA AUMENTAR A ESTABILIDADE FINANCEIRA DOS MERCADOS DE DERIVADOS

Embora não se encontrem excluídos da regulamentação comunitária dos serviços financeiros, o enorme crescimento dos mercados de derivados OTC, o volume crescente de posições especulativas baseadas em derivados e o aumento da participação de entidades não sujeitas a regulação nos mercados de derivados justificam uma reanálise do nosso enquadramento normativo. Desde o início da crise financeira, a Comissão tem actuado rapidamente e adoptou medidas para lidar com alguns riscos mais urgentes e agudos associados aos derivados.

Em primeiro lugar, no que respeita aos CDS, o Comissário McCreevy apelou, em Outubro de 2008: i) a uma análise sistemática dos mercados de derivados, tendo em conta os ensinamentos retirados da crise financeira; ii) à apresentação de propostas concretas sobre a forma como os riscos dos derivados de crédito poderão ser limitados⁴. Em consequência, os corretores de CDS assumiram o compromisso de passar a proceder, até 31 de Julho de 2009, à compensação dos CDS elegíveis, relativos a entidades e índices de referência europeus, através de um ou mais CCP europeias⁵.

Em segundo lugar, alguns problemas relacionados com a titularização, com a transferência excessiva de riscos e com a definição do preço desses riscos foram analisados no quadro da revisão da Directiva Requisitos de Fundos Próprios (DRCP)⁶. As empresas (designadas por «emitentes») que apresentam os empréstimos sob a forma de pacotes negociáveis de valores mobiliários terão de manter parte do risco inerente a esses valores, enquanto que as empresas que investem nesses títulos só poderão tomar as suas decisões depois de terem avaliado a situação com a devida diligência. Se não o fizerem, incorrerão em pesadas penalizações financeiras.

Em terceiro lugar, no que respeita aos riscos sistémicos relacionados com a negociação especulativa, a Comissão irá adoptar brevemente uma proposta relativa aos requisitos de

⁴ McCreevy, C. (2008). «*Time for regulators to get a better view of derivatives*», 17 de Outubro de 2008, Documento SPEECH/08/538.

⁵ Em 17 de Fevereiro de 2009, nove corretores a nível global (*Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS*) assumiram o compromisso de utilizar uma ou mais contrapartes centrais (CCP) na União Europeia a partir do momento em que sejam estabelecidas ao abrigo da Directiva Carácter Definitivo da Liquidação (98/26/CE), para: i) a compensação dos *swaps* de risco de crédito elegíveis para utilização de uma CCP, relacionados com entidades e índices de referência europeus baseados nessas entidades; ii) a entrega à CCP dos contratos elegíveis pendentes. Esse compromisso foi entretanto adoptado por mais um corretor (*Nomura*) e mereceu o apoio da Federação Bancária Europeia, do Conselho dos Bancos Públicos Europeus e de outras associações europeias de bancos.

⁶ COM(2008) 602 final - COD 2008/0191, Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera as Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE no que diz respeito aos bancos em relação de grupo com instituições centrais, a determinados elementos relativos aos fundos próprios, a grandes riscos, a disposições relativas à supervisão e à gestão de crises.

fundos próprios aplicável às carteiras das instituições financeiras e às posições de titularização e de retitularização. O aumento dos níveis de fundos próprios previsto nessa proposta deverá evitar que as instituições financeiras assumam posições que impliquem riscos excessivos a curto prazo.

Em quarto lugar, a Comissão está actualmente a proceder a uma revisão da sua abordagem de supervisão dos mercados financeiros. Ao propor a criação de um supervisor macro-prudencial europeu, a Europa dotar-se-á das capacidades necessárias para identificar a acumulação de riscos excessivos no sistema e para actuar no sentido de limitar esses riscos. O Conselho Europeu dos Riscos Sistémicos será instrumental para evitar que os riscos associados aos mercados de derivados coloquem problemas para o sistema económico e financeiro no seu todo.

Em quinto lugar, as agências de notação de crédito (ANC) não avaliaram adequadamente os riscos associados aos instrumentos complexos, nomeadamente devido aos conflitos de interesses inerentes a um modelo em que o emitente paga os custos, pelo que ficou evidente que terão de ser regulamentadas. Em Abril de 2009, o Conselho e o Parlamento Europeu adoptaram um regulamento proposto pela Comissão de acordo com o qual as ANC terão de cumprir normas estritas de integridade, qualidade e transparência e estar continuamente sujeitas à supervisão por parte das autoridades públicas⁷.

Finalmente, a Comissão Europeia propôs uma directiva relativa aos gestores de fundos de retorno absoluto e de outros fundos de investimento alternativos (GFIM) que criará um enquadramento normativo e de supervisão abrangente e eficaz a nível europeu. A directiva proposta permitirá que os Estados-Membros melhorem a supervisão macro-prudencial do sector e a micro-supervisão, imponham limites ao nível de alavancagem que essas entidades poderão utilizar e adoptem medidas coordenadas na medida do necessário para garantir o correcto funcionamento dos mercados financeiros⁸.

5. O CAMINHO A SEGUIR: NOVAS INICIATIVAS PARA AUMENTAR A ESTABILIDADE FINANCEIRA

A actual crise salientou a necessidade de tratar os mercados OTC de produtos derivados de modo a que possam cumprir o seu papel na economia e a que a estabilidade do sistema não seja posta em causa. Para tal, a Comissão considera que deverão ser adoptadas medidas para: a) permitir que as autoridades reguladoras e de supervisão disponham de toda a informação sobre as transacções nos mercados OTC de produtos derivados, bem como sobre a evolução das posições nesses mercados; b) aumentar a transparência face aos intervenientes nos mercados OTC de produtos derivados; deverá nomeadamente ser disponibilizada mais e melhor informação sobre os preços e sobre os volumes transaccionados; c) reforçar a eficiência operacional dos mercados de produtos derivados, de modo a garantir que a negociação OTC desses produtos não ponha em causa a estabilidade financeira; d) limitar os riscos de contraparte e promover estruturas centralizadas. Os principais instrumentos para esse fim são: i) a promoção de uma maior normalização; ii) a utilização de repositórios

⁷ Comissão Europeia (2008), «Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às agências de notação de crédito», COM(2008) 704, conforme adoptada pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho em 23 de Abril de 2009.

⁸ Comissão Europeia (2009), «Proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos», COM(2009) 207.

centrais de informação; iii) a passagem para a compensação por uma CCP; iv) a transferência da negociação para praças mais públicas⁹. A presente secção analisa esses instrumentos e sugere orientações para o futuro.

5.1. Normalização

Para os produtos derivados OTC elegíveis para compensação através de uma CCP, a normalização é condição prévia para os outros instrumentos a seguir apresentados em termos gerais. No que respeita aos produtos derivados OTC não elegíveis para compensação através de uma CCP, o aumento da normalização reforçaria a eficiência operacional e reduziria os riscos operacionais, nomeadamente encorajando uma maior utilização de contratos normalizados e de serviços electrónicos de declaração e confirmação, a armazenagem centralizada de dados, a automatização dos pagamentos e processos de gestão colaterais. Na medida em que constitui uma pré-condição para novas acções, a normalização será uma das bases para os trabalhos da Comissão no sentido de aumentar a eficiência, segurança e correcção dos mercados de produtos derivados.

No entanto, a normalização exige investimento. A Comissão tem a intenção de trabalhar para incentivar os esforços em curso por parte do sector no sentido de efectuar esses investimentos, de modo a promover a normalização em todas as áreas dos produtos derivados OTC que não sejam elegíveis para compensação por uma CCP nem adequados à comercialização em Bolsa.

5.2. Repositório central de dados

Um repositório central de dados reúne certos dados - como o número de transacções, a dimensão das posições em risco - relativamente a todas as transacções (elegíveis ou não para compensação por uma CCP), com vista ao aumento da transparência e do conhecimento¹⁰. O processo não só contribui para a transparência como também melhora a eficiência operacional do mercado. Um repositório poderia igualmente prestar outros serviços (nomeadamente facilitar as instruções de regularização e pagamento).

A Comissão entende as vantagens de um repositório central para as autoridades de supervisão, em termos de aumento da transparência e dos conhecimentos. Esse elemento é particularmente relevante tendo em conta que a compensação por uma CCP não será facilmente aplicável a todos os instrumentos derivados, na medida em que as condições prévias necessárias nem sempre estão cumpridas ou não são facilmente aplicáveis. Por razões de protecção jurídica, de supervisão e de continuidade da actividade, o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM) avaliará a utilidade de uma estrutura desse tipo. A Comissão irá portanto, à luz do relatório que irá ser apresentado pelo CARMEVM, adoptar medidas nesse sentido.

⁹ A aplicabilidade desses instrumentos terá alguma variabilidade em função do segmento de mercado em causa. A aplicação desses instrumentos apresenta graus de complexidade muito variáveis. Uma análise mais pormenorizada da eficácia dos actuais métodos de limitação dos riscos e a necessidade que lhes está associada de adopção de medidas suplementares em cada segmento do mercado OTC são apresentadas em mais pormenor no capítulo 4 do documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha a proposta.

¹⁰ Esses repositórios de dados existem para os CDS, sob a forma do Repositório de Informação sobre Transacções do *US Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)*.

5.3. Compensação por uma CCP

De entre as quatro opções consideradas, a que tem merecido mais atenção até ao momento é a compensação por uma CCP. As CCP provaram o seu valor durante a crise financeira, como foi ilustrado pelo seu papel na gestão das consequências da cessação de pagamentos pelo *Lehman Brothers*. A Comissão tem encorajado o sector a expandir a utilização da compensação por uma CCP e tem a intenção de aplicar de forma prioritária a recomendação apresentada pelo Grupo Larosière nesse domínio.

Há fortes razões, relacionadas com preocupações regulamentares, de supervisão e monetárias, para que a compensação por uma CCP seja localizada na Europa. Se for o caso, essa compensação ficará sujeita às regras e mecanismos de supervisão europeus. Os supervisores terão, portanto, um acesso livre e inquestionável à informação detida pela CCP. Por outro lado, as autoridades europeias poderão também intervir mais facilmente, em caso de problema, se existir uma CCP europeia. Os Bancos Centrais, por exemplo, não permitem o acesso directo às suas facilidades de liquidação por parte de instituições financeiras sediadas fora da sua zona monetária respectiva¹¹.

Na área dos CDS, os principais corretores de instrumentos derivados assinaram com a Comissão Europeia um compromisso no sentido de transferir a compensação dos CDS europeus para uma ou mais CCP europeias até 31 de Julho de 2009 e estão actualmente a trabalhar na normalização dos contratos CDS europeus que será necessária para possibilitar a compensação por uma CCP. Duas CCP europeias deverão estar em condições de oferecer os seus serviços até 31 de Julho de 2009, estando prevista a entrada em funcionamento de uma terceira em Dezembro de 2009 e de uma quarta em data ainda a decidir. Em termos gerais, a Comissão acolhe favoravelmente os esforços do sector para cumprir o prazo consignado no compromisso que assumiu. Com efeito, as iniciativas do sector têm até agora demonstrado a sua eficácia, em ambos os lados do Atlântico, no que respeita à normalização dos CDS. No entanto, ainda não foi finalizada a definição de soluções para certos aspectos técnicos, como os relacionados com os eventos de reestruturação de créditos. Por conseguinte, se o sector não conseguir cumprir os seus compromissos, a Comissão terá de analisar outras formas de acção, a seguir descritas em termos gerais. A Comissão acolhe favoravelmente as iniciativas do sector e terá em devida conta o seu sucesso e aplicação, no quadro da análise da necessidade de quaisquer futuras iniciativas para assegurar uma utilização tão alargada quanto possível da compensação por uma CCP.

Já existem incentivos para a utilização de uma CCP. Os intervenientes no mercado têm um incentivo natural para utilizar a compensação por uma CCP, na medida em que reduzem o seu risco de crédito de contraparte e permitem poupanças de capital em termos regulamentares. Contudo, esses incentivos não foram suficientes para superar os incentivos comerciais que favorecem a compensação bilateral. Por conseguinte, a Comissão está a analisar formas de reforçar significativamente os incentivos à compensação através de uma CCP, de modo a

¹¹ Os Bancos Centrais podem participar em acordos de *swap* monetário, mas dada a impossibilidade de acesso directo às facilidades de liquidação, o BCE expressou a sua forte preferência pela localização da CCP na zona euro, como ilustrado pela declaração do Conselho do BCE, de 18 de Dezembro de 2008, que confirmou que «é necessário, no mínimo, uma facilidade europeia de compensação pela contraparte central e que, em virtude da potencial importância sistémica dos sistemas de compensação e de liquidação de valores mobiliários, essa infra-estrutura deve localizar-se na área do euro». BCE (2008), Decisões tomadas pelo Conselho do BCE, 18 de Dezembro de 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.pt.html>

eliminar, sempre que possível, qualquer hesitação comercial em relação à adopção desse tipo de compensação. Esse reforço poderá passar: i) pela alteração do regime do capital previsto na DRCP; ii) pela prestação de maiores garantias regulamentares e de supervisão quanto à segurança e fiabilidade das CCP, através de futura legislação europeia quando tal se justifique e, eventualmente, de uma supervisão comum¹². Como é normal, esses novos trabalhos não afectarão de modo algum os prazos associados aos esforços actualmente em curso para transferir a compensação dos CDS europeus para uma ou mais CCP europeias, ou seja, 31 de Julho de 2009.

5.4. Execução das transacções

Em princípio, no que respeita aos instrumentos derivados normalizados que são objecto de compensação por uma CCP, a próxima etapa seria logicamente a negociação desses contratos num mercado organizado, onde os preços e outra informação comercial fossem públicos, como por exemplo um mercado regulado (ou seja, uma Bolsa de instrumentos derivados) ou um sistema de negociação multilateral (MTF), mediante cumprimento de determinados requisitos de transparência. Dessa forma, a transparência dos preços seria aumentada e a gestão dos riscos reforçada.

No entanto, o tipo de contratos normalizados que são tipicamente negociados em praças públicas não pode cobrir toda a gama de necessidades dos utilizadores de instrumentos derivados em termos de gestão dos riscos. A maior parte dos intervenientes nos mercados em questão prefere a negociação OTC, por razões comerciais. No entanto, a importância para a estabilidade financeira da existência de mercados transparentes e eficazes em termos operacionais deverá ser o principal elemento a tomar em consideração. Para a sociedade em geral, será preferível que existam praças transparentes, tão públicas e normalizadas quanto possível, que permitam a avaliação dos riscos e a determinação dos preços.

Um sistema baseado na concorrência entre diferentes praças (OTC, Bolsas e MTF) traz também vantagens em termos de eficiência do mercado, desde que todas as praças estejam sujeitas a requisitos de transparência e organização adequados, que garantam uma leal concorrência. Esta escolha de uma negociação transparente e organizada não é desconhecida noutros mercados financeiros. A Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MIFID) aboliu a regra pela qual as transacções deveriam ser efectuadas em mercados regulamentados (a chamada «regra da concentração»), mas submeteu as outras praças (MTF, internalizadores sistemáticos) a requisitos apropriados de transparência. De acordo com esses requisitos, e em relação aos títulos de capital, a concorrência entre praças tem lugar num contexto de transparência e de regras de organização comuns. No entanto, o regime de transparência MIFID não abrange actualmente os instrumentos derivados e os requisitos de relato financeiro não se aplicam aos instrumentos financeiros que não são admitidos à negociação num mercado regulado.

A Comissão irá analisar, tomando em consideração a natureza reservada e flexível dos mercados de derivados OTC e o regime aplicável aos títulos negociados a prazo, a forma de chegar a processos de negociação mais transparentes e eficientes para os instrumentos derivados negociados em OTC. Nesse contexto, a Comissão continuará a avaliar: i) a canalização de mais fluxos comerciais através de praças transparentes e eficazes; ii) o nível de

¹² Comissão Europeia (2009). Comunicação de Comissão Europeia - Supervisão Financeira Europeia, COM(2009) 252.

transparência (preços, transacções, posições) apropriado à variedade das praças de negociação de instrumentos derivados.

6. CONCLUSÃO

Os instrumentos derivados desempenham um papel importante na economia, mas têm certos riscos associados. A crise veio salientar que esses riscos não são suficientemente limitados na parte OTC do mercado, nomeadamente no que respeita aos CDS. Desde o início da crise financeira, a Comissão tem vindo a trabalhar no sentido de enfrentar os riscos mais prementes.

Além disso, a Comissão continuará a analisar novas medidas para progredir no sentido do aumento da normalização e da transparência das transacções, da consolidação da passagem à compensação por uma CCP, da garantia de que essa compensação passe a ser a regra para o conjunto dos mercados OTC de instrumentos derivados e da canalização de mais fluxos comerciais através de praças transparentes e eficazes, sempre que possível.

No seguimento da consulta pública que lançou a presente comunicação, a Comissão irá proceder a uma audição pública em 25 de Setembro de 2009. As opiniões e informações apresentadas pelas partes interessadas servirão de base para uma avaliação de impacto pormenorizada que ajudará a Comissão a definir a sua abordagem. Tomando em consideração os resultados da consulta, a Comissão retirará conclusões operacionais antes do final do seu actual mandato e apresentará, até ao final do ano, iniciativas apropriadas, incluindo propostas legislativas, sempre que tal se justifique.

A Comissão tomará plenamente em consideração os esforços do sector, bem como a evolução da situação nos principais parceiros da UE e, em especial, o regime regulamentar abrangente para os instrumentos derivados OTC anunciado pelo Tesouro dos EUA. Esse regime traduz-se nomeadamente na obrigação de liquidar todos os contratos OTC normalizados sobre instrumentos derivados através de uma CCP e no incentivo à execução das transacções em Bolsas regulamentadas e através de sistemas electrónicos de execução das transacções de instrumentos derivados OTC transparentes e regulamentados¹³. A Comissão continuará a trabalhar nestas questões com as autoridades dos EUA, nomeadamente no contexto do diálogo relacionado com a regulamentação dos serviços financeiros, a fim de assegurar a coerência global das abordagens políticas e de evitar o risco de que seja necessária uma arbitragem regulamentar.

¹³ *US Treasury Financial Regulatory Reform*, 17 de Junho de 2009.