

Introdução

No passado dia 15 de Setembro, a Comissão Europeia apresentou ao Conselho Europeu e ao Parlamento Europeu uma proposta de Regulamento (“**Proposta de Regulamento**”) aplicável aos derivados de balcão (*over the counter*) (OTC). Uma vez apreciada por estes órgãos, a Proposta de Regulamento deverá ser aprovada no próximo ano e entrar em vigor durante 2012. Como Regulamento, deverá ser imediatamente aplicável nos Estados Membros da União Europeia, sem necessidade de transposição.

Esta medida enquadra-se num conjunto de iniciativas adoptadas na União Europeia em resposta à crise financeira de 2008, algumas das quais com um impacto relevante para a área dos derivados OTC:

- Alterações à Directiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros em matéria de transparência nos mercados de derivados OTC;
- Ampliação da Directiva do Abuso de Mercado, de modo a que esta passe também a contemplar transacções de derivados OTC;
- Proposta de Regulamento aplicável às operações de vendas curtas (*short selling*) e a certos aspectos dos derivados de crédito (*credit default swaps*);
- Alterações na Directiva dos Requisitos de Capital, em virtude das revisões em curso à Convenção Basileia II;
- Proposta de Directiva visando disciplinar a actividade dos fundos de investimento alternativos, em particular os *hedge funds*, um dos principais veículos de investimento com exposição a derivados OTC.

Por outro lado, algumas das matérias contempladas na Proposta de Regulamento deverão no futuro ser objecto de desenvolvimento através de legislação específica, a adoptar pela Comissão, em consulta com a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (“**AEVMM**”), um regulador central Europeu em vias de constituição.

Compensação por Contraparte Central

A Proposta de Regulamento impõe um dever de compensação (“*clearing*”) de derivados OTC através de contrapartes centrais (CPCs), as quais se definem como entidades que se interpõem nas relações entre as contrapartes, assumindo a posição de comprador para cada vendedor, e vice-versa. Para alcançar este objectivo, cada contraparte deverá ser membro (ou cliente de um membro) de uma CPC que proceda à compensação e liquidação dos derivados OTC a realizar. Deste modo, o risco de crédito de cada uma das contrapartes é substituído pelo risco de incumprimento da CPCs, o qual é mais reduzido, pelas razões a seguir explicadas.

Compete à AEVMM definir quais os derivados OTC elegíveis para esta compensação multilateral. As CPCs poderão também solicitar autorização para compensar certos derivados OTC, estando o deferimento desse pedido pela AEVMM sujeito à ponderação de factores que visam apurar a capacidade da CPC para compensar e liquidar derivados OTC, tais como a necessidade de redução de risco sistémico, a liquidez dos contratos e a disponibilidade de informação sobre o respectivo preço.



Em relação aos derivados OTC que não sejam elegíveis para compensação por uma CPC, a Proposta de Regulamento impõe às contrapartes a adopção de vários procedimentos internos com vista a mitigar o risco operacional e o risco de crédito. Esses procedimentos serão objecto de desenvolvimento através de regulamentação específica a aprovar pela Comissão, sendo de destacar a necessidade de determinar diariamente e numa base *mark-to-market* o valor de cada contrato em vigor e de manter garantias ou capital em valor apropriado e proporcional.

Estes deveres são aplicáveis a todas as entidades financeiras, conceito que a Proposta de Regulamento define, em termos amplos, como abrangendo empresas de investimento, instituições de crédito, empresas de seguros e resseguros, fundos de pensões e instituições de investimento colectivo, sejam estas OICVM ou organismos de investimento alternativos, tais como *hedge funds* ou fundos de *private equity* (“**Entidades Financeiras**”).

Não obstante, as entidades não-financeiras estão sujeitas aos mesmos deveres, se o valor agregado das suas operações de derivados OTC ultrapassar um limiar a fixar pela Comissão em regulamentação específica, não sendo contabilizados para o efeito os derivados OTC que, objectivamente, cubram riscos directamente ligados à actividade comercial *lato sensu* dessas entidades não financeiras (mas se o limiar for ultrapassado, todos os derivados OTC elegíveis serão abrangidos pelo dever de compensação multilateral).

Esta excepção, tal como se encontra presentemente redigida, parece levantar algumas dúvidas, no que respeita ao enquadramento dos derivados com finalidades de cobertura de risco, mas em que esse risco não resulte de contratos comerciais de uma empresa (por exemplo, swaps de taxa de juro relacionados com financiamentos obtidos pela empresa).

Dever de Reporte a Repositório de Transacções

Os repositórios de transacções (“**Repositórios de Transacções**”) são definidos como as entidades que recolhem e armazenam um registo centralizado de informação sobre transacções de derivados OTC.

De acordo com a Proposta de Regulamento, todas as entidades a ela sujeitas devem comunicar a Repositórios de Transacções a informação sobre aspectos dos derivados OTC de que sejam contrapartes. Por sua vez, os Repositórios de Transacções devem disponibilizar a informação enviada pelas contrapartes aos reguladores.

Caso não seja possível proceder ao registo de determinados derivados OTC (em particular, derivados estruturados especificamente *tailor made*) para um determinado cliente/operação, tais como os derivados de crédito), a informação deve ser remetida directamente pela contraparte ao regulador.

Este dever é aplicável às Entidades Financeiras. As entidades não-financeiras apenas deverão reportar derivados OTC caso o valor agregado dessas operações ultrapasse uma fasquia a fixar pela Comissão em regulamentação específica; no entanto, no apuramento desse valor agregado, são contabilizados todos os derivados OTC em carteira, independentemente da sua finalidade.

Sem prejuízo do exposto, o articulado da Proposta de Regulamento permite a uma contraparte delegar na outra o cumprimento do dever de reporte, pelo que, mantendo-se inalterado o texto da Proposta de Regulamento, será possível uma entidade não-financeira mandar a Entidade Financeira de que seja contraparte para o cumprimento desse dever.



No quadro seguinte apresenta-se uma síntese dos deveres aplicáveis às entidades financeiras e não financeiras:

	<i>Entidades Financeiras</i>	<i>Entidades Não Financeiras</i>
<i>Reporte a Repositório de Transacções</i>	Todos os derivados.	Todos os derivados, acima do limiar para reporte.
<i>Compensação por CPC</i>	Derivados elegíveis.	Derivados elegíveis, acima do limiar para compensação.*
<i>Mitigação de risco operacional e de crédito.</i>	Derivados não elegíveis para compensação.	Derivados não elegíveis para compensação, acima do limiar para compensação.*

* No cálculo, não são relevados os derivados ligados a actividade comercial da entidade. Mas se o limiar for ultrapassado, os deveres são aplicáveis a todos os derivados elegíveis.

Regulação Prudencial e Comportamental das CPCs e Repositórios de Transacções

As CPCs devem ser autorizadas pela entidade de supervisão do seu Estado de residência, após parecer da AEVMM e de parecer de um conselho constituído por:

- AEVMM e entidade de supervisão do Estado de residência da CPC;
- Entidades de supervisão com competência de supervisão de CPCs com as quais a CPC candidata tenha acordos;
- Entidades de supervisão dos principais membros da CPC;
- Entidades de supervisão dos mercados cujas operações são compensadas pela CPC;
- Bancos centrais emitentes das moedas usadas nesses mercados.

A Proposta de Regulamento prevê já que a autorização para actuar como CPC exige, entre outros requisitos, que as entidades candidatas a essa função tenham um capital social mínimo de 5 milhões de Euros e assegurem a liquidez adequada junto de bancos centrais ou comerciais de reputação comprovada.

Uma vez autorizadas, as CPCs deverão cumprir um conjunto vasto de requisitos em matérias organizacionais (manutenção de registos, governo societário, existência e funcionamento de órgãos de gestão e de controlo de risco, estrutura accionista, mecanismos de controlo), prudenciais (exposição a riscos, gestão dos riscos de pro-ciclicidade, existência de um fundo para situações de incumprimento, políticas de investimento, garantias e *stress testing*) e comportamentais (não discriminação, transparências, acessibilidade e segregação de activos).

A Proposta de Regulamento gradua igualmente, em termos imperativos, os activos que deverão responder por uma situação de incumprimento de uma contraparte junto de uma CPC:

- Primeiramente, as margens disponibilizadas pela contraparte incumpridora;
- Em segundo lugar, as contribuições da parte incumpridora para o fundo de incumprimento mantido pela CPC;
- Em terceiro, os próprios capitais próprios da CPC;
- Em último, as contribuições dos restantes membros cumpridores para o mencionado fundo.



Por outro lado, a Proposta de Regulamento impõe à CPC que assegure que os activos de cada membro são identificáveis e distinguíveis dos próprios activos da CPC e, bem assim, a possibilidade de transferir, verificando-se certos factos, as posições de um dos seus membros para outro, com vista a prevenir o impacto negativo resultante da insolvência daquele.

Os Repositórios de Transacções deverão registar-se junto da AEVMM e encontram-se igualmente sujeitos a diversos requisitos organizacionais, operacionais e comportamentais (entre outros, transparência, manutenção de dados e registos e preservação da sua confidencialidade e integridade).

Avaliação

Embora a avaliação das consequências da aprovação da Proposta de Regulamento para o mercado de derivados OTC em Portugal seja, neste momento, prematura, parece possível antecipar já algumas consequências:

- As medidas preconizadas pela Proposta de Regulamento terão sobretudo um impacto ao nível dos requisitos aplicáveis às contrapartes nos derivados OTC. Com efeito, a dimensão do mercado de derivados OTC na EU e a sua expressão em Portugal, a forma como esses derivados são tipicamente comercializados em Portugal e o facto de a Proposta de Regulamento permitir que as CPCs prestem os seus serviços em todo o território da EU não se augura propícia à constituição de CPCs e Repositórios em Portugal;
- As entidades sujeitas aos deveres impostos pela Proposta de Regulamento terão de rever os seus processos internos aplicáveis à negociação e execução de derivados OTC, de modo a assegurar, se aplicável, a interposição de uma CPC, o reporte a um Repositório de Transacções (ou directamente ao regulador) e a mitigação de risco operacional e/ou de crédito. Para as entidades não-financeiras, será importante realizar um diagnóstico para verificar se ultrapassam os limiares que vierem a ser fixados pela Comissão em desenvolvimento do regime fixado pela Proposta de Regulamento;
- A adaptação da actividade destas entidades às novas medidas implicará custos acrescidos, que poderão encarecer a contratação de derivados OTC. As entidades não-financeiras dispensadas de cumprir os deveres impostos pela Proposta de Regulamento poderão, apesar disso, não evitar o aumento dos custos dessas operações, em virtude dos requisitos a que estão sujeitas contrapartes financeiras com as quais tipicamente contratam derivados OTC.

Lisboa, 14 de Dezembro de 2010