COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 6.5.2021
COM(2021) 224 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

nos termos do artigo 85.º, n.º 2, do Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações, com a redação que lhe foi dada pelo Regulamento (UE) n.º 834/2019, sobre a avaliação do desenvolvimento de soluções técnicas viáveis para a transferência, pelos regimes relativos a planos de pensões, de garantias monetárias e não monetárias a título de margens de variação, bem como da necessidade de medidas que facilitem essas mesmas soluções técnicas

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

nos termos do artigo 85.º, n.º 2, do Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações, com a redação que lhe foi dada pelo Regulamento (UE) n.º 834/2019, sobre a avaliação do desenvolvimento de soluções técnicas viáveis para a transferência, pelos regimes relativos a planos de pensões, de garantias monetárias e não monetárias a título de margens de variação, bem como da necessidade de medidas que facilitem essas mesmas soluções técnicas

1. INTRODUÇÃO

O Regulamento (UE) n.º 648/2012 (Regulamento Infraestruturas do Mercado Europeu, EMIR) concede uma isenção temporária da obrigação de compensação centralizada às entidades que gerem regimes relativos a planos de pensões (RPP), em relação a determinados tipos de derivados do mercado de balcão (OTC)[1]. A isenção temporária foi concedida para ter em conta as características específicas do modelo de negócios dessas entidades e o impacto que a obrigatoriedade da compensação poderia ter nas pensões: as entidades que gerem regimes relativos a planos de pensões reduzem normalmente ao mínimo a parte que conservam em numerário, a fim de maximizarem a rentabilidade para os respetivos tomadores de seguros. Existe, contudo, o risco de que, ao exigir que essas entidades compensem de forma centralizada os seus contratos de derivados OTC, isso conduza a que convertam uma parte significativa dos seus ativos em numerário de modo a assegurarem o cumprimento permanente dos requisitos de margens das contrapartes centrais (CCP), o que poderá ter um impacto negativo no rendimento de reforma dos pensionistas. A isenção temporária tem como objetivo proporcionar tempo para que as entidades que gerem RPP, as CCP e os membros compensadores encontrem uma solução técnica viável, que permita a compensação centralizada através de CCP evitando impactos negativos reais no rendimento dos pensionistas.

A versão revista do EMIR no âmbito do programa REFIT, que entrou em vigor em junho de 2019, prorrogou a isenção até junho de 2021, com uma eventual dupla prorrogação através de atos delegados da Comissão, de cada vez com a duração máxima de um ano. Contudo, o objetivo último do regulamento continua a ser a compensação centralizada dos RPP com a maior brevidade possível. As CCP, os

[1] Ao abrigo do EMIR, os RPP abrangem as instituições de realização de planos de pensões profissionais (IRPPP) na aceção do artigo 6.º, alínea a), da Diretiva 2003/41/CE, as atividades de realização de planos de pensões profissionais exercidas pelas instituições ao abrigo do artigo 3.º dessa diretiva, as atividades de realização de planos de pensões profissionais exercidas pelas empresas de seguros abrangidas pela Diretiva 2002/83/CE (em determinadas circunstâncias), bem como quaisquer outras entidades ou regimes autorizados e supervisionados que operem unicamente a nível nacional e cujo principal objetivo seja a concessão de prestações de reforma. A isenção diz respeito aos derivados OTC que reduzam, de forma objetivamente mensurável, os riscos de investimento diretamente relacionados com a solvabilidade financeira dos RPP. É também aplicável às entidades constituídas para efeitos de ressarcimento dos membros desses regimes em caso de incumprimento e às RPP que tenham dificuldades em cumprir os requisitos de margem de variação (artigo 89.º, EMIR).

membros compensadores e os gestores de RPP devem envidar todos os esforços no sentido de contribuir para o desenvolvimento de soluções viáveis.

Conforme previsto na versão revista do EMIR no âmbito do programa REFIT, a Comissão Europeia criou um grupo de peritos que inclui representantes das CCP, membros compensadores, gestores de RPP e outras partes interessadas pertinentes para acompanhar os esforços envidados e avaliar os progressos realizados no desenvolvimento de tais soluções técnicas viáveis. O grupo de peritos, que também integra representantes dos bancos centrais, da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA), reuniu-se em outubro de 2019 e em abril e novembro de 2020.

O artigo 85.º da versão revista do EMIR no âmbito do programa REFIT exige que a Comissão elabore relatórios anuais, até à última prorrogação da isenção, por forma a avaliar se foram desenvolvidas soluções técnicas viáveis para a transferência, pelos gestores de RPP, de garantias monetárias e não monetárias a título de margens de variação, bem como a necessidade de medidas que facilitem essas mesmas soluções. O regulamento também estabelece que a ESMA, em cooperação com a Autoridade Bancária Europeia (EBA), a EIOPA e o ESRB, devem apresentar relatórios anuais à Comissão para a avaliação desta questão.

A ESMA apresentou um primeiro relatório à Comissão em abril de 2020. Um primeiro relatório da Comissão[2], publicado em setembro de 2020, incluía uma análise exaustiva das questões relacionadas com a obrigação de compensação centralizada pelos gestores de RPP.

A ESMA realizou uma consulta pública de abril a junho de 2020, a fim de reunir uma vasta gama de opiniões e de dados sobre a questão. Em dezembro de 2020, os resultados da consulta pública foram incluídos no segundo relatório da ESMA à Comissão, que foi elaborado em cooperação com a EBA, a EIOPA e o ESRB.

O presente documento constitui o segundo relatório da Comissão ao abrigo do artigo 85.º da versão revista do EMIR no âmbito do programa REFIT. Apresenta os progressos realizados, com base nos debates do grupo de peritos da Comissão e nas opiniões manifestadas pelas AES e pelo ESRB através dos seus relatórios à Comissão Europeia.

2. CONTEXTO

Os RPP têm na UE uma panorâmica diversificada. Os maiores mercados de RPP na UE estão situados nos Países Baixos, com um rácio médio de ativos em relação ao PIB de 173,3 %, e na Dinamarca, com um rácio de 198,6 %, de acordo com os dados do final

[2] «Relatório da Comissão sobre a avaliação do desenvolvimento de soluções técnicas viáveis para a transferência, pelos RPP, de garantias monetárias e não monetárias a título de margem de variação, bem como da necessidade de medidas que facilitem essas mesmas soluções», COM(2020) 574 final.

de 2018[3]. A Irlanda também implementou regimes semelhantes. De acordo com dados disponibilizados pela ESMA[4], os RPP neerlandeses representavam 70-80 % do montante nacional de derivados de todos os fundos de pensões da UE, no final de março de 2020. Os RPP utilizam, em grande medida, derivados para protegerem os seus passivos de vários riscos.

O primeiro relatório da Comissão procedeu a um balanço da situação no que respeita à compensação centralizada dos RPP. Demonstra que, como mencionado nos debates do grupo de peritos da Comissão, a necessidade de constituir margens de variação em numerário pode ser problemática para os RPP, principalmente nos momentos de tensão do mercado, quando as exigências de margens de variação pelas CCP podem ser importantes. Recentemente, alguns fundos de pensões começaram a compensar de forma centralizada uma parte das suas carteiras de derivados numa base voluntária, geralmente como clientes dos membros compensadores. Alguns começaram a utilizar soluções concebidas por determinadas CCP[5], a fim de facilitar a compensação centralizada pelas RPP, nomeadamente os chamados modelos de acesso «facilitado» às suas plataformas de recompra compensada. Tais modelos deverão melhorar a capacidade dos RPP para suprirem as suas necessidades de liquidez junto desses mesmos mercados de recompra[6]. O processo de transição rumo à compensação centralizada também tem vindo a acelerar devido a requisitos aplicáveis às transações bilaterais, que visam aumentar a liquidez disponível no espaço de compensação centralizada em relação à bilateral[7].

O relatório salientou também as dificuldades enfrentadas pelos RPP no acesso ao mercado de recompra para obter liquidez em períodos de tensão, que também podem estar ligadas ao facto de os membros compensadores nem sempre estarem dispostos ou em condições de prestar serviços de transformação de garantias aos RPP em períodos de tensão do mercado.

---

3 ESMA, Primeiro relatório para consulta — Soluções de compensação centralizada para RPP, abril de 2020.

4 ESMA, Relatório à Comissão Europeia — Relatório sobre soluções de compensação centralizada para RPP (N.º 2), dezembro de 2020.

5 Na UE, a Eurex Clearing estabeleceu um modelo desse tipo, que pode estar associado a um «acesso facilitado» ao mercado de OTC compensados. Atentos os melhores conhecimentos da Comissão, a LCH SA também se encontra em processo de elaboração de uma solução de «acesso facilitado». Ver COM(2020) 574 final.

6 Um acordo de recompra é um acordo de venda de valores mobiliários a um determinado preço em combinação com um acordo de recompra desses valores mobiliários a um preço acordado, numa data posterior. O mercado de recompra reúne firmas que fornecem garantias em troca de numerário e firmas que fornecem numerário em troca de garantias.

7 ESMA, Relatório à Comissão Europeia – Relatório sobre soluções de compensação centralizada para RPP (N.º 2), dezembro de 2020.

3. PRINCIPAIS RESULTADOS DA CONSULTA PÚBLICA DA ESMA E CONTINUAÇÃO DOS DEBATES COM AS PARTES INTERESSADAS

3.1 Resultados da consulta pública da ESMA

De modo geral, os resultados da consulta pública realizada pela ESMA confirmaram a análise global incluída no primeiro Relatório da Comissão e proporcionaram uma oportunidade adicional de complementar essas conclusões com outros dados quantitativos. A ESMA recebeu respostas[8] de um vasto leque de partes interessadas, incluindo, entre outros, gestores de ativos (que têm RPP como clientes), associações comerciais e contrapartes centrais. O conjunto de partes interessadas que respondeu à consulta era diversificado, possibilitando a recolha de uma vasta gama de pontos de vista no que respeita a diferentes aspetos das soluções possíveis. De acordo com a análise da ESMA, as respostas da consulta confirmaram que uma grande maioria de partes interessadas aguarda com expectativa uma situação em que os RPP possam recorrer a uma compensação centralizada e que a maioria dos RPP quer efetuar uma compensação.

A consulta confirmou que alguns RPP já efetuam, de forma voluntária, a compensação de uma parte da sua carteira, a fim de evitar serem abrangidos pelas regras em matéria de margens iniciais para transações bilaterais. Para esse efeito, constituem-se como clientes de membros compensadores. Em alguns casos, os RPP também utilizam o acesso facilitado aos mercados de recompra compensada proporcionado por determinadas CCP. De acordo com os dados comunicados à ESMA pelo *Dutch National Bank*[9], os preços de liquidação para os *swaps* de taxas de juros da Euribor e da Libor para os fundos de pensões neerlandeses, no terceiro trimestre de 2020, ascenderam a 22 %, em média, para grandes fundos de pensões (entre 3 e 26 %), a 25 %, em média, para médios e grandes fundos de pensões (entre 0 e 46 %) e a 37 %, em média, para pequenos fundos de pensões (entre 0 e 100 %). Os dados mostram uma grande variabilidade conforme as firmas. Na Dinamarca, de acordo com a análise do *Danmarks Nationalbank*, os RPP dinamarqueses compensam através de uma CCP aproximadamente 42 % dos seus derivados de taxas de juros – também com grande variabilidade conforme as firmas.

Os RPP beneficiam da compensação centralizada, independentemente da futura obrigação de a efetuar. De acordo com a ESMA, citam como principal vantagem a liquidez que caracteriza os produtos compensados, as eficiências de aplicação e outras considerações relativas aos custos envolvidos. Alguns inquiridos da consulta pública indicaram que os RPP já notam uma diferença de custos entre os contratos compensados de forma bilateral e os contratos compensados centralmente. Comunicaram que a execução de um *swap* de taxas de juros bilateral a 30 anos no valor nominal de 50 milhões de EUR pode ter um custo ligeiramente superior à execução de

[8] A ESMA recebeu 19 respostas individuais ou de associações comerciais, incluindo duas respostas confidenciais e uma resposta conjunta de 10 partes interessadas do setor dos fundos de pensões.

[9] Com base nos dados comunicados ao abrigo do EMIR.

um *swap* de taxas de juros com compensação centralizada e com o mesmo prazo, e que a liquidação pode ser mais dispendiosa no primeiro caso.

A consulta também confirmou que o principal desafio no que respeita à compensação centralizada para os RPP é a questão das margens de variação em numerário. Outros desafios que foram mencionados incluem o custo da compensação, que estaria ligado ao montante de fundos próprios que os bancos devem deter relativamente a posições de clientes no âmbito das regras de fundos próprios dos bancos; a possibilidade de os membros compensadores rescindirem os contratos com os seus clientes com um prazo de pré-aviso curto[10] e as questões com que se podem deparar os RPP caso as suas posições mais substanciais tenham de ser transferidas para outro membro compensador. Contudo, convém salientar que, no espaço de compensação bilateral, os RPP também podem estar expostos ao incumprimento das suas contrapartes de negociação.

No geral, os participantes da consulta concordam que a solução no que respeita à questão da compensação centralizada dos RPP deverá procurar o equilíbrio certo entre os objetivos da resiliência do sistema financeiro e a não imposição de custos desproporcionados aos pensionistas, e que deverá funcionar tanto em condições normais como em condições de tensão do mercado.

3.2 Potenciais impactos da migração rumo a uma compensação centralizada obrigatória

A informação quantitativa recolhida pela ESMA através da consulta pública proporciona uma visão geral do potencial impacto da compensação centralizada para os RPP em termos de: i) margem inicial; ii) afetação do numerário; iii) baixa de rendimento; e iv) impactos sobre a liquidez em caso de tensão.

i) Impacto na margem inicial

De acordo com um estudo de 2018 realizado pela ISDA e pela Pensions Europe, um mandato de compensação para a captação dos fundos de pensões neerlandeses e dinamarqueses aumentaria a margem inicial de compensação no intervalo entre aproximadamente 7,4 mil milhões de EUR, se a obrigação de compensação fosse imposta apenas para as novas transações, 26 mil milhões de EUR, se fosse exigida a compensação de 50 % das carteiras existentes, e 44 mil milhões de EUR se fosse exigida a compensação de todas as carteiras[11].

Além disso, os grandes RPP poderiam ser avaliados como participantes de grande risco pelas CCP, uma vez que realizam frequentemente operações de *swap* unidirecionais. Um deles comunicou à ESMA que as suas reservas de liquidez adicionais sobre

[10] Os contratos de compensação de clientes contêm habitualmente uma cláusula de notificação com antecedência de 90 dias em caso de rescisão.

[11] Pensions Europe e ISDA, Potencial procura de compensação pelos fundos de pensões da UE, 2018.

margens iniciais poderiam ser tão importantes que o obrigariam a considerar a fixação de um limite máximo para o número de *swaps* que poderia compensar[12].

ii) Impacto na afetação do numerário

O final do período de validade da isenção de compensação centralizada poderá obrigar os RPP a reservarem liquidez para lhes permitir lidar com potenciais exigências de margens. No caso das exposições a instrumentos derivados, esse elemento reduz o risco de crédito da contraparte, mas aumenta simultaneamente o risco de liquidez. Na atual conjuntura de baixa rendibilidade, as detenções em numerário ou outros ativos líquidos tornaram-se cada vez mais dispendiosas. No caso dos fundos de investimento, incentivou-os a reduzir essas detenções[13]. A consulta pública indicou que, se alguns fundos de pensões detêm aproximadamente 2 % dos ativos em numerário, outros detêm uma afetação em numerário estratégica nula. O relatório da ESMA, baseado nas respostas à consulta pública, indica que se um RPP pretender cumprir 99,8 % das exigências de margens de variação, e assumindo que 30 % da sua dotação em numerário está disponível durante um dia, precisaria de atribuir 7,8 % dos seus ativos a uma carteira em numerário. Este montante aumentaria para 10,9 %, caso o RPP pretenda satisfazer 99,95 % das exigências de margens de variação e diminuiria para 5,3 %, caso pretenda satisfazer 99 % das exigências.

iii) Eventuais reduções de rendimentos

Uma afetação adicional em numerário pelos RPP para satisfazer as exigências de margens de variação seria sinónimo de uma redução dos rendimentos anuais. O relatório da ESMA sugere que a afetação de 5 % – 10 % da carteira de investimento de um RPP a numerário poderá resultar numa redução nos rendimentos anuais de aproximadamente 0,17 % – 0,33 % por ano, na atual conjuntura de baixas taxas de juros (com rendimentos de cerca de 3,17 %)[14]. Ao invés, se forem considerados os rendimentos históricos (cerca de 6 % para o setor das pensões neerlandês, nos últimos 15 anos, de acordo com os dados da OCDE), a redução representaria entre 0,3 % e 0,6 %.

Outros gestores de ativos inquiridos na consulta indicaram que os seus clientes RPP já detinham uma reserva de tesouraria considerável, pelo que os seus custos de financiamento de grandes procuras de liquidez temporárias seriam muito baixos.

A este respeito, também deve ser tida em consideração a probabilidade de que os fundos de pensões enfrentem um período prolongado de rendimentos baixos e que possam ter dificuldade em corresponder aos rendimentos históricos. Embora as recentes medidas de política monetária dos bancos centrais tenham revertido as grandes quedas de preço dos ativos, é provável que os fundos de pensões enfrentem taxas de juros mais baixas a médio e longo prazo. O desafio consistirá em corresponder aos rendimentos

12 ESMA, Relatório à Comissão Europeia – Relatório sobre soluções de compensação centralizada para RPP (N.º 2), dezembro de 2020.

13 BCE, Análise da Estabilidade Financeira de maio de 2020.

14 Respostas à consulta da ESMA.

históricos numa conjuntura de baixas taxas de juros e potencialmente volátil. Nesse cenário, até mesmo uma perda de rendimentos moderada pode ter um impacto negativo sobre os rendimentos dos pensionistas. A análise do BCE[15] prevê por exemplo que no caso das seguradoras, se a atual conjuntura de taxas de juros continuar, o pagamento médio dos cupões diminua de 2,8 %, em 2019, para 1,7 %, em 2030, à medida que os valores mobiliários com rendimentos mais elevados forem chegando à maturidade. Prevê-se que as taxas garantidas também diminuam.

iv) Impactos sobre a liquidez em caso de tensão

As necessidades de liquidez dos RPP para satisfazerem as margens de variação num contexto de tensão com base numa variação de 1 % nas taxas foram debatidas no primeiro Relatório da Comissão[16], que comunicou dados de um estudo da Economic and Bourse Consult de 2014 e de uma análise recente do Eurosistema sobre esta questão[17]. Um aumento das taxas de juros desencadearia exigências de margens de variação das CCP sobre as carteiras de *swaps* de taxas de juros dos fundos de pensões. O Eurosistema simulou o impacto de uma deslocação paralela de +100 pontos de base num dia na curva de rendimento, utilizando como exemplo os fundos de pensões neerlandeses (que detêm cerca de 89 % dos *swaps* de taxas de juros dos fundos de pensões da área do euro, de acordo com dados disponíveis no Eurosistema). Numa simulação de um cenário de tensão, as exigências de margens de variação sobre os *swaps* de taxas de juros detidos pelos fundos de pensões neerlandeses poderiam representar entre 36 mil e 47 mil milhões de EUR, resultando num défice de tesouraria agregado de 6 mil a 15 mil milhões de EUR (este montante poderia ascender a 17 mil milhões de EUR para os fundos de pensões de toda a área do euro). No valor mais alto das estimativas, 55 % dos fundos de pensões neerlandeses não teriam liquidez suficiente para cobrir as margens de variação que lhes seriam exigidas. O défice concentrar-se-ia num pequeno número de fundos com pagamentos de margens de variação relativamente baixos.

As respostas à consulta pública da ESMA a este respeito indicam que, num cenário de deslocação das taxas em 100 pontos de base, os requisitos de margens de variação em numerário ascenderiam a cerca de 95 mil milhões de EUR para os RPP neerlandeses, dinamarqueses e irlandeses que utilizam *swaps*.

Durante a recente turbulência no mercado devido à COVID-19, quintuplicaram as exigências de margens de variação diárias nas exposições sobre derivados dos fundos[18]. Utilizando fundos de investimento como exemplo e com base nas informações parciais sobre as margens de variação refletidas nos dados do EMIR, as exigências de margens de variação aos fundos da área do euro aumentaram de cerca de 2 mil milhões de EUR,

15 BCE, Análise da Estabilidade Financeira de maio de 2020.
16 COM(2020) 574 final de 23 de setembro de 2020.
17 BCE, Análise da Estabilidade Financeira de maio de 2020.
18 BCE, Análise da Estabilidade Financeira de maio de 2020.

na primeira metade de fevereiro de 2020, para mais de 10 mil milhões de EUR no início da semana de 16 de março do mesmo ano. O maior aumento – cerca de 6,5 vezes mais – registou-se nas carteiras compostas por derivados de títulos de capital, seguidas das carteiras de derivados de taxas de juros (cinco vezes mais), que são geralmente aquelas que os RPP mais detêm, e das carteiras de divisas (quatro vezes mais). Foi provado que, para satisfazer as exigências de margens, algumas seguradoras e fundos de pensões da área do euro liquidaram ações que detinham em fundos do mercado monetário.

Parece ser que um número substancial de fundos de investimento da área do euro enfrentaram dificuldades de liquidez devido às altas exigências de margens, mas que as conseguiram satisfazer de um modo geral[19]. Os cortes nas taxas de juros e os programas de compra de obrigações dos bancos centrais contribuíram para isolar os participantes do mercado, incluindo fundos de pensões, de alguns dos piores impactos potenciais da crise. Além disso, afigura-se que os fundos poderão obter liquidez durante períodos de turbulência recorrendo a operações de recompra, vendendo ativos (por exemplo, ações de fundos do mercado monetário) ou mobilizando linhas de crédito. Contudo, como indicado no primeiro relatório da Comissão, foram comunicadas dificuldades no acesso à liquidez para os fundos de pensões.

Na análise acima mencionada, assumindo que os RPP suprissem as suas necessidades de liquidez adicional no quadro do cenário de tensão concebido através do mercado de recompra, as necessidades de liquidez dos RPP da área do euro permaneceriam baixas em comparação com o montante dos acordos de revenda pendentes (que dão uma imagem aproximada da dimensão do mercado de recompra europeu). Em dezembro de 2019, os acordos de revenda pendentes ascendiam a cerca de 1,9 biliões de EUR. Assumindo que as necessidades de financiamento de outros RPP da área do euro são semelhantes às dos RPP neerlandeses, é provável que as necessidades de financiamento de liquidez para todos os RPP da área do euro permaneçam abaixo de 2 % do total dos acordos de revenda pendentes[20].

De acordo com a ESMA, e como comunicado pela ICMA[21], o mercado de recompra europeu, na sua grande maioria, resistiu bem às turbulências de mercado decorrentes da COVID-19. Não obstante, os mercados de recompra enfrentaram algumas condições adversas no auge da crise, em fevereiro/março, sendo que a procura de operações de recompra aumentou e que a capacidade dos operadores em intermediar essa procura era relativamente restrita[22]. Isto pode ter limitado a capacidade de muitas empresas em aceder ao mercado de recompra, que era necessário para gerir a liquidez intradiária e as garantias. De acordo com algumas fontes, um mercado monetário ilíquido reduziu a

19 BCE, Análise da Estabilidade Financeira de maio de 2020.

20 COM(2020) 574 final de 23 de setembro de 2020.

21 Associação Internacional do Mercado de Capitais, O mercado de recompra europeu e a crise de COVID-19, abril de 2020.

22 Associação Internacional do Mercado de Capitais, O mercado de recompra europeu e a crise de COVID-19, abril de 2020.

intermediação de liquidez entre os bancos e as instituições não bancárias[23]. No geral, como comunicado pela ESMA, os mercados de recompra compensada funcionaram de forma eficiente e eficaz durante a crise, proporcionando um acesso contínuo a produtos derivados, embora não sem picos nos pedidos de reforço das margens.

No futuro, é provável que os mercados de recompra continuem a desempenhar um papel central na superação do desafio da compensação centralizada. Contudo, a participação dos fundos de pensões nos mercados de recompra na Europa continua moderada, especialmente quando comparada com os EUA[24].

3.3 Iniciativas propostas na consulta pública

A fim de promover o progresso rumo à compensação centralizada dos RPP, os inquiridos na consulta pública propuseram algumas iniciativas, como indicado no relatório da ESMA. Tais iniciativas visam sobretudo melhorar as soluções atualmente utilizadas pelos RPP no que respeita à compensação centralizada, isto é, compensação de clientes e modelos de acesso facilitado das CCP. Estes dois eixos estão a afirmar-se como aqueles em que se deverão focar as próximas etapas do presente trabalho.

No que respeita à compensação de clientes, os contributos incluídos no relatório da ESMA e os debates dentro do grupo de peritos da Comissão mostram que reforçar a capacidade dos membros compensadores para a prestação de serviços de transformação de garantias aos seus clientes diretos seria benéfico para melhorar o acesso dos RPP à liquidez quando necessário. Os bancos estão bem posicionados para facilitar a transformação de garantias e têm vindo a fazê-lo há muito tempo.

Como indicado no relatório da ESMA, os bancos chamaram a atenção para algumas restrições que lhes dificultaram, bem como aos RPP, o apoio à obrigação de compensação para os RPP. Estas dificuldades estão particularmente relacionadas com o rácio de alavancagem, os ativos ponderados pelo risco e o financiamento. Em particular, como indicado no relatório da ESMA baseado na consulta pública, um tratamento de capital mais favorável para os acordos de recompra e de revenda ajudariam a estimular a atividade de recompra.

No que respeita aos modelos de acesso facilitado proporcionados pelas CCP, alguns RPP de grande dimensão já os utilizam para aceder ao mercado de recompra compensado. De acordo com as CCP participantes na consulta pública, a fim de garantir a sua mais ampla adoção, esta solução requer um sinal claro dos reguladores, através de alterações regulamentares e de uma data final clara para a isenção de compensação dos RPP. Alguns gestores de ativos com grandes RPP como clientes comunicaram que estes tipos de modelos parecem estar no bom caminho, e alguns inquiridos apontaram para a fiabilidade em termos de disponibilidade de liquidez, ao

[23] D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. and Darracq Pariès, M. (2020), Unconventional monetary policy and funding liquidity risk, Working Paper Series No 2350.

[24] Eurex, Mercado de derivados após a crise de COVID-19 – Uma apreciação do Fórum dos Derivados Digitais, 2020.

longo dos anos, dos mercados de recompra compensados europeus, mesmo em períodos de tensão. Essas soluções de CCP deveriam ser objeto de novos melhoramentos operacionais, a fim de melhor satisfazer as necessidades dos RPP. As CCP indicaram na consulta que se deveriam prever novos aperfeiçoamentos do sistema.

Assim, os inquiridos na consulta propuseram um número de medidas regulamentares. Em especial, são mencionadas no relatório da ESMA as seguintes propostas das partes interessadas:

- um tratamento dos acordos de recompra e de revenda mais favorável no contexto do rácio de alavancagem;
- uma recalibragem da metodologia para calcular o rácio de alavancagem, a fim de evitar as ofertas «demasiado atrativas» por bancos em determinadas datas de comunicação de informações, ao longo do ano[25];
- ponderar o estabelecimento de uma categoria específica de exposições a fundos de pensões, com ponderadores de risco reduzidos (refletindo melhor a sua alta solvabilidade);
- abordar especificamente o papel dos agentes de compensação (os bancos que permitem aos RPP aceder às CCP no contexto de modelos de acesso facilitado) na regulamentação bancária;
- ponderar conceder aos RPP e às companhias de seguros que sejam membros diretos de uma CCP, no contexto de modelos de acesso facilitado, o mesmo tratamento preferencial que está disponível para os membros compensadores ao abrigo do CRR, no âmbito da Solvência II;
- outras alterações regulamentares no que respeita aos OICVM e FIA, com o objetivo de incentivar a compensação centralizada pelo comprador.

Além disso, o CERS apresentou propostas para aperfeiçoar o quadro dos riscos de liquidez, nomeadamente para os RPP, também por via do estabelecimento de uma reserva de liquidez específica em determinados casos.

4. CONCLUSÃO

De acordo com o EMIR, tal como resultante do programa REFIT, a isenção de compensação centralizada expira em junho de 2021 e pode ser prorrogada duas vezes pela Comissão Europeia, através de atos delegados, por um ano de cada vez.

Os resultados da consulta pública da ESMA confirmam, de modo geral, a análise global da Comissão Europeia no que respeita às principais questões relacionadas com a compensação centralizada dos RPP. Essa consulta também facultou algumas informações quantitativas adicionais.

No último ano, os RPP progrediram no sentido da compensação centralizada e, como exposto, estão a avançar efetivamente, de forma parcial, rumo a uma compensação

[25] A este respeito, é importante referir que o Comité de Basileia de Supervisão Bancária e as autoridades da UE atuaram recentemente para combater esta questão, aperfeiçoando os requisitos de divulgação dos rácios de alavancagem. Estas disposições serão aplicadas pelos bancos da UE a partir de junho de 2021.

centralizada, numa base voluntária. Este processo é também resultado de diferentes forças regulamentares e de mercado.

Não obstante, a fim de progredir no sentido de uma panorâmica de compensação centralizada sustentável para os RPP, a Comissão considera que seria necessário prorrogar a isenção dos RPP, por várias razões. Em primeiro lugar, tal prorrogação proporcionaria a possibilidade de introduzir mais ajustamentos nos modelos de acesso facilitado das CCP. Em segundo lugar, permitiria uma avaliação mais aprofundada da adequação e viabilidade da introdução de quaisquer alterações regulamentares possíveis que possam apoiar uma solução de compensação centralizada obrigatória. Em terceiro lugar, permitiria o desenvolvimento de soluções alternativas, já que a volatilidade dos mercados monetários poderá persistir à medida que as consequências económicas da pandemia de COVID-19 se forem materializando. Deixar que a isenção de obrigação de compensação para os RPP expire em junho de 2021 afigura-se prematuro, em particular quando ainda podem surgir questões relativas à disponibilidade de liquidez no sistema para satisfazer a procura de margens de variação. Por último, uma prorrogação seria conforme com o parecer emitido pela ESMA, em cooperação com a EBA, a EIOPA e o CERS.

Assim sendo, a Comissão propõe a adoção de um ato delegado que prorrogue a isenção de compensação centralizada até junho de 2022.

Nos próximos meses, a DG FISMA continuará a explorar e avaliar de forma mais aprofundada as diferentes soluções e propostas apresentadas pelas partes interessadas do setor, em cooperação com o grupo de peritos específico e com os Serviços da Comissão pertinentes.