COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 12.4.2021
COM(2021) 172 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

sobre a questão de saber se as transações diretamente resultantes dos serviços de redução dos riscos pós-negociação deverão ficar isentas da obrigação de compensação para derivados OTC no âmbito do EMIR

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

sobre a questão de saber se as transações diretamente resultantes dos serviços de redução dos riscos pós-negociação deverão ficar isentas da obrigação de compensação para derivados OTC no âmbito do EMIR

1. Introdução

O artigo 85.º, n.º 3, alínea c), do Regulamento (UE) n.º 648/2012 relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações[1] (EMIR) conforme alterado pelo Regulamento (UE) 2019/834 (revisão do EMIR)[2] incumbe a Comissão de elaborar um relatório destinado ao Parlamento Europeu e ao Conselho no qual avalia se as transações diretamente resultantes de serviços de redução dos riscos pós-negociação (serviços RRPN), incluindo a compressão de carteiras, deverão ficar isentas da obrigação de compensação a que se refere o artigo 4.º, n.º 1, do EMIR. O relatório deverá ter em conta em que medida esses serviços atenuam os riscos, nomeadamente o risco de crédito de contraparte e o risco operacional, bem como a possibilidade de eludir a obrigação de compensação e o potencial desincentivo à compensação centralizada.

O presente relatório tem em conta os contributos recebidos de um relatório da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), as respostas das partes interessadas à consulta pública da ESMA e os debates com as partes interessadas. O relatório da ESMA foi adotado em 10 de novembro de 2020[3]; foi elaborado em cooperação com o Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB)[4], e tem em conta os resultados de uma consulta pública[5].

2. O que são os serviços de redução dos riscos pós-negociação?

Não existe uma definição harmonizada ou generalizada dos serviços RRPN. No entanto, existem algumas características comuns que permitem descrever os serviços RRPN, de uma forma não exaustiva, como procedimentos ou mecanismos através dos quais as contrapartes reduzem um ou mais tipos de riscos de uma carteira, mantendo a sua exposição ao mercado neutra e com a intervenção de um prestador de serviços RRPN na qualidade de terceiro.

O único serviço RRPN definido na legislação europeia é a compressão de carteiras, que é definida como um «*serviço de redução de risco em que duas ou mais contrapartes*

---

1 JO L 201 de 27.7.2012, p. 1.

2 JO L 142 de 28.5.2019, p. 42.

3 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* 10 de novembro de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 *Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR* (europa.eu).

4 ESRB, *ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (Article 85(3a) EMIR)* , 12 de junho de 2020, *ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation* (europa.eu).

5 ESMA, *Consultation Paper, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 26 de março de 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

terminam total ou parcialmente os derivados apresentados por essas contrapartes para inclusão na compressão de carteira e substituem os derivados terminados por outros derivados cujo valor nocional seja inferior ao valor nocional combinado dos derivados terminados»[6].

A ESMA focou-se em dois serviços RRPN: a compressão de carteiras e o reequilíbrio de carteiras. A ESMA resume as principais características dos mesmos (ver quadro abaixo) no seu relatório.

	Compressão de carteiras	**Reequilíbrio de carteiras**
Principal objetivo	Em princípio, reduzir o montante nocional pendente e o número de transações e, assim, o risco operacional.	Reduzir o risco de crédito de contraparte.
Mecanismo	Terminar, total ou parcialmente, transações e (eventualmente) substituir os derivados terminados por novas transações, muitas vezes com valor nocional inferior.	Injetar novas transações para reduzir o risco da carteira. Nenhuma transação é terminada e substituída e o valor nocional é aumentado em vez de diminuído.
Carteira Subjacente	Carteira compensada ou não compensada.	Carteiras não compensadas ou mistas.
Neutralidade da exposição ao mercado	Transações executadas com a aplicação de tolerâncias simétricas a todos os participantes.	A neutralidade da exposição ao mercado é garantida pela introdução de quantidades iguais de exposições de compra e de venda.

Com base no relatório da ESMA intitulado «Report to the European Commission on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))» , de 10 de novembro de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), p. 14.

Isto suscita várias questões. Em primeiro lugar, as descrições da compressão de carteiras e do reequilíbrio de carteiras constantes do relatório da ESMA são amplas e descritivas. As eventuais isenções teriam, no entanto, de ser cuidadosamente enquadradas. Também não é claro como se articulam com a definição de compressão de carteiras estabelecida no

[6] Artigo 2.º, n.º 1, ponto 47, do Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012, JO L 173 de 12.6.2014, p. 84.

acervo. Em segundo lugar, embora os serviços RRPN já existam há vários anos, ainda estão em desenvolvimento. Além disso, não são utilizados isoladamente, mas podem ser combinados, o que ocorre frequentemente. Parece ser uma prática comum, por exemplo, comprimir carteiras de derivados OTC na sequência de exercícios de reequilíbrio de carteiras e, assim, utilizar ambos os serviços em combinação. Tal pode alterar os impactos, nomeadamente os examinados no presente relatório. Quanto maiores forem as tolerâncias ao risco aplicadas na compressão de carteiras, mais um exercício tipicamente neutro muda as suas características e pode ter efeitos semelhantes ao reequilíbrio de carteiras.

3. Relatório da ESMA

O relatório da ESMA centra-se na compressão de carteiras e no reequilíbrio/otimização de carteiras. Conclui que a compressão de carteiras e o reequilíbrio/otimização de carteiras são ferramentas úteis para gerir o risco tanto em carteiras compensadas como não compensadas.

De acordo com a ESMA, os valores atuais relativos à compressão não permitem avaliar em que medida a obrigação de compensação prejudicou os serviços RRPN, uma vez que estes são prestados em conformidade com os requisitos regulamentares existentes. A ESMA considera que tal implica que são utilizadas transações mais complexas na compressão e no reequilíbrio, a fim de evitar a obrigação de compensação.

A ESMA conclui ainda que isentar certas transações que resultam de exercícios de compressão e reequilíbrio de carteiras ajudaria a aumentar a utilização destes serviços RRPN e contribuiria para reduzir o risco. A ESMA considera que tal isenção permitiria que as transações preexistentes fossem mais facilmente comprimidas, poderia encorajar o recurso aos serviços RRPN por parte das contrapartes atualmente menos interessadas nesses serviços e reduziria a complexidade no mercado com a utilização de transações mais simples para efeitos de reequilíbrio.

A ESMA considera que, na ausência de elementos comprovativos ou argumentos convincentes em contrário, os efeitos positivos superam, nomeadamente, o aumento da carga operacional para os participantes no mercado e os reguladores, bem como o aumento do risco bruto nos conjuntos de compensação não compensados (no caso do reequilíbrio de carteiras). A ESMA observa ainda que o simples facto de permitir que as transações RRPN fiquem isentas da obrigação de compensação quando relacionadas com carteiras de transações não compensadas não reduziria o montante das transações compensadas através da CCP, dado que essas transações de outra forma não existiriam. Com efeito, de acordo com a ESMA, o risco nas carteiras seria atualmente compensado com a utilização de instrumentos não sujeitos à obrigação de compensação. Na opinião da ESMA, uma isenção da obrigação de compensação permitiria, portanto, que o risco fosse compensado com contratos padronizados que, de outra forma, seriam abrangidos pela obrigação de compensação e que comportam um risco inferior ao dos instrumentos atualmente utilizados. Por seu turno, tal reduziria o risco das carteiras comprimidas ou reequilibradas não compensadas.

A fim de evitar que tal isenção da obrigação de compensação seja utilizada indevidamente, a ESMA sugere que se aplique uma série de requisitos para a prestação de serviços RRPN[7], bem como certas condições para beneficiar da isenção da obrigação de compensação, distinguindo entre as condições aplicáveis à compressão de carteiras, por um lado[8], e as condições aplicáveis ao reequilíbrio de carteiras, por outro[9]. Assim, a isenção sugerida é mais restrita para a compressão de carteiras, uma vez que a isenção da obrigação de compensação só seria aplicável a transações RRPN diretamente resultantes de compressões de transações não compensadas (principalmente transações preexistentes, ou seja, transações que não são compensadas atualmente, mas que estariam tecnicamente sujeitas à obrigação de compensação, e transações de reequilíbrio). No caso do reequilíbrio de carteiras, a isenção seria aplicável de forma mais ampla, uma vez que a ESMA propõe isentar as transações resultantes do reequilíbrio de carteiras não compensadas, bem como as resultantes de carteiras mistas compostas por transações compensadas de forma centralizada e por transações não compensadas. Esta aplicação mais ampla da isenção permitiria a gestão de riscos em todas as carteiras, afetando os derivados OTC que já são objeto de compensação centralizada.

4. Apreciação da Comissão

A fim de tomar uma decisão informada sobre a questão de saber se as transações que resultam diretamente dos serviços RRPN devem ser isentas da obrigação de compensação, o artigo 85.º, n.º 3, alínea c), do EMIR exige que a Comissão tenha em conta os três seguintes aspetos:

a) A medida em que os serviços RRPN atenuam o risco, nomeadamente o risco de crédito de contraparte e o risco operacional;
b) A possibilidade de eludir a obrigação de compensação caso fosse concedida uma isenção;
c) O potencial desincentivo à compensação centralizada caso fosse concedida uma isenção.

Além disso, dado que a obrigação de compensação foi introduzida na sequência do compromisso internacional do G20 de contribuir para mercados mais seguros e resilientes, o presente relatório também considera os dados quantitativos sobre os benefícios dos serviços RRPN e sobre a possibilidade de a introdução de tal isenção poder causar novos riscos.

---

7 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* , 10 de novembro de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 *Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR* (europa.eu), capítulo 8.1, ponto 332.

8 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* , 10 de novembro de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 *Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR* (europa.eu), capítulo 8.2, pontos 333 a 338.

9 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* , 10 de novembro de 2020, ESMA70-156-3351, *ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR* (europa.eu), capítulo 8.3, pontos 339 a 347.

a. Medida em que os serviços RRPN atenuam o risco, nomeadamente o risco de crédito de contraparte e o risco operacional

É geralmente reconhecido que os serviços RRPN visam reduzir o risco na carteira global e que todas as transações de redução de risco devem reduzir o risco bilateral na carteira em que estão registadas.

Em primeiro lugar, no que diz respeito à compressão de carteiras, a ESMA refere que esses serviços visam reduzir o número de contratos, o valor nocional bruto ou alguma outra medida de risco, sem afetar materialmente o risco de mercado da carteira. Tal pode, em última análise, reduzir os riscos sistémicos, reduzindo o número de transações, de linhas de itens e/ou a exposição nocional entre as contrapartes. O que precede está em conformidade com o trabalho desenvolvido a nível internacional. A título de exemplo, a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (OICVM) descreve o resultado da compressão como uma diminuição do risco operacional para os participantes individuais no mercado que pode, por sua vez, diminuir o risco sistémico e melhorar a estabilidade geral do mercado financeiro[10].

O papel da compressão de carteiras é reconhecido no EMIR. O artigo 11.º, n.º 1, alínea b), do EMIR, juntamente com o artigo 14.º do Regulamento Delegado n.º 149/2013 da Comissão[11], reconhece que a compressão de carteiras atenua os riscos e exige-a para os derivados OTC não compensados de forma centralizada. O considerando 30 do regulamento delegado refere ainda que: «*A compressão das carteiras pode também ser um instrumento eficaz para efeitos de atenuação dos riscos, em função de circunstâncias como a dimensão da carteira com uma contraparte, os prazos de vencimento, a finalidade e o grau de normalização dos contratos de derivados OTC. As contrapartes financeiras e não-financeiras que disponham de uma carteira de contratos de derivados OTC não compensados através de uma CCP num valor superior ao determinado pelo presente regulamento deverão prever procedimentos que lhes permitam considerar a possibilidade de compressão da sua carteira por forma a reduzirem o seu risco de crédito de contraparte.*»

Em segundo lugar, a ESMA refere que o reequilíbrio de carteiras visa reduzir os desequilíbrios nas carteiras criados devido à impossibilidade de compensar as exposições de crédito das transações compensadas com transações bilaterais em diferentes classes de ativos que não são elegíveis para compensação. Como tal, o

[10] FR09/2015, 28 de janeiro de 2015, p. 13, FR01/2015 *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives* (iosco.org).

[11] Regulamento Delegado (UE) n.º 149/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012, que completa o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita às normas técnicas de regulamentação sobre os acordos de compensação indireta, a obrigação de compensação, o registo público, o acesso a um espaço ou organização de negociação, as contrapartes não-financeiras e as técnicas de atenuação dos riscos para os contratos de derivados OTC não compensados através de uma CCP, JO L 052 de 23.2.2013, p. 11.

reequilíbrio de carteiras baseia-se na celebração de novos contratos de derivados OTC para reduzir o risco de contraparte, reduzindo um determinado risco (ou seja, risco de taxa de juro ou risco cambial) identificado entre duas contrapartes sem alterar as transações na carteira subjacente. Os participantes no mercado veem isso como uma forma de reduzir o risco sistémico, diminuindo a exposição global no mercado entre contrapartes.

No entanto, a capacidade de ambos os serviços para reduzir os riscos é limitada, em alguns aspetos. Os exercícios de reequilíbrio não reduziriam necessariamente os riscos operacionais, uma vez que os novos contratos de derivados OTC celebrados (e autorizados, mediante uma isenção, a permanecer na esfera bilateral) poderiam criar riscos operacionais adicionais. Além disso, mesmo quando a utilização de derivados OTC simples, em vez de derivados mais complexos, para substituir ou alterar transações num exercício de reequilíbrio de carteiras reduz o risco no espaço não compensado, essa porção de derivados OTC não seria gerida por uma CCP, o que poderia aumentar o risco no sistema combinado. Na verdade, caso ficassem isentos da obrigação de compensação, esses derivados OTC não beneficiariam da gestão de risco que a compensação centralizada oferece. Isso poderia aumentar o risco global no espaço compensado de forma centralizada e no espaço não compensado combinados, mesmo caso o risco no espaço não compensado tivesse sido reduzido até certo ponto pelo exercício de reequilíbrio.

Os dados fornecidos pela ESMA demonstram a utilização generalizada da compressão de carteiras e do reequilíbrio de carteiras no setor. No entanto, o relatório não quantifica a atenuação do risco (risco de crédito de contraparte e risco operacional) proporcionada por esses serviços. A avaliação baseia-se numa análise teórica exaustiva, e não em dados empíricos, que poderiam permitir uma análise mais holística e a identificação de eventuais deslocações do risco. No entanto, deve reconhecer-se que tal avaliação não é fácil, dado que ainda não está em vigor uma isenção, embora uma avaliação quantitativa (a que a ESMA se refere no anexo ao seu relatório) de isenções semelhantes em países terceiros pudesse ser mais elucidativa. Embora o reequilíbrio de carteiras atenue o risco nas próprias carteiras reequilibradas, a atenuação global dos riscos parece difícil de avaliar, numa perspetivamais sistémica. Embora a ESMA tenha fornecido uma análise teórica sólida dos potenciais problemas e fornecido alguns dados sobre a utilização destes serviços, (ainda) não é suficientemente claro que as vantagens de isentar da obrigação de compensação as transações resultantes de serviços RRPN superem os riscos potenciais.

b. Possibilidade de eludir a obrigação de compensação

O artigo 85.º, n.º 3, alínea c), do EMIR exige que o relatório da Comissão Europeia considere se uma isenção da obrigação de compensação para os serviços RRPN gera a possibilidade de eludir a obrigação de compensação.

Por um lado, a ESMA salienta que os serviços RRPN se furtam atualmente à obrigação de compensação garantindo que as transações resultantes não pertencem a

uma categoria de derivados OTC sujeitos à obrigação de compensação – por exemplo, opções sobre *swaps* (*swaptions*) mais complexas, em vez de derivados simples. Se esses derivados provenientes de serviços RRPN fossem isentos da obrigação de compensação no futuro, as contrapartes envolvidas em serviços RRPN poderiam utilizar estes instrumentos mais simples e padronizados. A ESMA considera improvável que tal isenção conduza a uma evasão da obrigação de compensação, uma vez que tais derivados nunca teriam sido celebrados sem tal isenção. A isenção apenas tornaria possível usá-los para fins de RRPN no espaço não compensado de forma centralizada. A ESMA considera essas transações de derivados meramente «administrativas», entendendo que não seriam celebradas por qualquer outro motivo. De acordo com a ESMA, uma isenção não incentivaria os participantes no mercado a utilizar esta técnica como forma de evitar a compensação centralizada, uma vez que não afetaria os derivados OTC abrangidos pela obrigação de compensação resultante das atividades de negociação ordinárias.

Por outro lado, algumas partes interessadas observam que uma isenção da obrigação de compensação engendraria possibilidades significativas de arbitragem regulamentar e negociação «inteligente» para extrair derivados OTC atualmente em carteiras compensadas, trazendo-os para o espaço não compensado. Tal poderia funcionar como um incentivo para eludir a obrigação de compensação, levando a um aumento dos riscos e não à sua atenuação.

Para evitar que a obrigação de compensação seja contornada, a ESMA recomenda a imposição de condições a qualquer isenção dessa obrigação. Essas condições poderiam limitar uma isenção a certos derivados OTC, como, por exemplo, transações preexistentes, ou ainda a certos serviços RRPN. A ESMA também sugere a introdução de alguns requisitos aplicáveis aos serviços RRPN, que, a título de exemplo, devem ser neutros no que respeita ao risco de mercado, reduzir o risco bilateral na carteira em que são registados e ser realizados por um prestador de serviços independente.

Embora os requisitos e as condições para a isenção da obrigação de compensação que a ESMA propõe possam limitar as possibilidades de utilizar tal isenção para eludir a obrigação de compensação, é necessária uma análise mais aprofundada. Em especial, a ideia de incluir as carteiras de derivados OTC mistas (compensadas de forma centralizada e não compensadas) em serviços de reequilíbrio de carteiras que beneficiam da isenção da obrigação de compensação, e de combinar serviços RRPN no espaço não compensado com transações para transferir o risco para a compensação centralizada (ver final da secção 3) alteraria a relação entre o espaço compensado de forma centralizada e o espaço não compensado, bem como o facto de que devem ser utilizadas diferentes ferramentas de atenuação do risco nestes dois espaços.

Também deve ser considerada uma análise mais aprofundada das possíveis transferências de liquidez do espaço compensado de forma centralizada para o espaço não compensado.

c. Potencial desincentivo à compensação centralizada

O mercado não tem uma opinião unânime quanto ao potencial desincentivo à compensação centralizada que pode resultar de uma isenção da obrigação de compensação para transações resultantes de serviços RRPN. Por conseguinte, a ESMA conclui que, embora não haja qualquer prova de que haveria um risco de desincentivo à obrigação de compensação, este aspeto deve ser cuidadosamente acompanhado a fim de garantir que, caso algum risco se materialize, o mesmo possa ser corrigido através de regulamentação e/ou medidas de supervisão adicionais.

Caso a isenção da obrigação de compensação represente, no futuro, uma opção mais barata em termos de custos de capital e de margem para cobrir as transações no espaço bilateral, tal poderá conduzir a um desincentivo à compensação centralizada. Em tais circunstâncias, a compensação unicamente bilateral poderia tornar-se economicamente tanto mais rentável, em termos de custos de capital e de margem, quanto maior o conjunto de compensação.

A compensação centralizada voluntária mostra que este potencial desincentivo não desaparece totalmente: é bastante evidente que as contrapartes que poderiam compensar de forma centralizada um derivado OTC, mas que optam por não o fazer, fazem essa escolha por considerarem a compensação bilateral economicamente razoável na sua perspetiva. Além disso, uma possível redução da liquidez desincentivaria a participação na compensação centralizada.

A análise do impacto dos serviços RRPN em termos de um possível desincentivo à compensação é inconclusiva. Tendo em conta as opiniões divergentes das partes interessadas, bem como o relatório da ESMA, seria útil uma análise mais aprofundada pela ESMA, em particular sobre o impacto nos incentivos à compensação centralizada, que são reforçados quando existe mais liquidez no espaço compensado de forma centralizada.

5. Conclusão

No EMIR, os colegisladores optaram pela compensação centralizada como um elemento fundamental dos compromissos assumidos pelo G20, devendo tal compensação constituir a principal ferramenta de atenuação do risco para os derivados OTC simples abrangidos pela obrigação de compensação. Outras técnicas de atenuação do risco, menos abrangentes, devem ser utilizadas em relação a outros derivados OTC que não estejam abrangidos pela obrigação de compensação. Tanto os serviços RRPN como a compensação centralizada prosperam nos seus respetivos espaços. Geralmente, certos derivados OTC só deverão ser isentos da obrigação de compensação quando os riscos de conceder tal isenção forem inferiores aos riscos de manter a situação atualmente existente.

A ESMA, em cooperação com o ESRB, realizou uma análise exaustiva e abrangente dos serviços RRPN. No entanto, permanecem em aberto questões importantes. Nomeadamente, alguns aspetos do relatório requerem uma avaliação quantitativa e uma

análise adicionais, para que a Comissão possa tomar uma decisão mais informada sobre qualquer eventual proposta de alteração legislativa.

Em particular, as seguintes questões necessitam de uma análise mais aprofundada:

- A definição dos serviços RRPN, e, designadamente, o modo como os diferentes tipos de RRPN podem ser definidos de forma mais concreta;
- As possíveis interligações entre os serviços RRPN e o impacto da sua utilização combinada nos aspetos evocados no presente relatório;
- A materialidade do risco de eludir a obrigação de compensação, especialmente as possíveis práticas de mercado que poderiam ser utilizadas para esse fim;
- Possíveis condições que limitam o risco de tal uso indevido de uma eventual isenção da obrigação de compensação;
- Os incentivos à compensação centralizada, tendo em conta uma eventual isenção da obrigação de compensação;
- Avaliação das potenciais transferências de liquidez do espaço compensado de forma centralizada para o espaço não compensado.

Um trabalho mais aprofundado sobre as questões acima mencionadas, em particular sobre as definições dos serviços RRPN e para recolher mais dados quantitativos, permitiria uma avaliação mais abrangente e completa destas questões, que poderia contribuir para o relatório de avaliação geral do EMIR, a apresentar ao Parlamento Europeu e ao Conselho até 18 de junho de 2024[12].

[12] Artigo 85.º, n.º 1, do Regulamento (UE) n.° 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.