COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 3.2.2015
COM(2015) 39 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, sobre a avaliação do progresso e dos esforços feitos pelas CCP no desenvolvimento de soluções técnicas para a transferência por regimes de pensões de garantias não monetárias a título de margem de variação, bem como a necessidade de medidas que facilitem tal solução

1. INTRODUÇÃO

O Regulamento (UE) n.º 648/2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações (EMIR) foi publicado no Jornal Oficial da União Europeia (UE), em 27 de julho de 2012 e entrou em vigor em 16 de agosto de 2012.

No âmbito do EMIR, os derivados OTC normalizados (ou seja, que preenchem critérios de elegibilidade pré-definidos), incluindo um nível elevado de liquidez, serão sujeitos a compensação central obrigatória e deverão ser compensados através de contrapartes centrais (CCP).

As CCP são entidades que se interpõem entre duas contrapartes numa transação e, por conseguinte, tornam-se no «comprador a todos os vendedores» e «vendedor a todos os compradores». Como contraparte de qualquer posição, a CCP assume riscos de crédito de contraparte, no caso de uma das suas contrapartes falhar.

As CCP estão preparadas para suportar o incumprimento de um membro compensador ou cliente, principalmente através da aplicação de requisitos frequentes e conservadores de garantia – ou «margem» – calculados de modo a suportar quaisquer perdas potenciais em caso de incumprimento. As CCP só aceitam ativos altamente líquidos, geralmente numerário, como garantia de cumprimento das exigências de margens de variação (VM), a fim de permitir a rápida liquidação em caso de incumprimento.

Os regimes relativos a planos de pensões (PSA)[i] são, em muitos Estados-Membros, participantes ativos no mercado de derivados OTC. No entanto, os PSA reduzem em geral ao mínimo as suas posições de caixa, mantendo em vez disso investimentos de maior rendimento, nomeadamente valores mobiliários, a fim de assegurar retornos interessantes para os seus beneficiários - os aposentados. A incapacidade das CCP para aceitar ativos não monetários como garantia para satisfazer as exigências de VM significa que os PSA precisariam para gerar numerário a curto prazo, contraindo empréstimos ou vendendo ativos, a fim de satisfazer as exigências de margens das CCP. Não é isso que acontece atualmente no âmbito das relações bilaterais, em que os PSA conseguem colocar ativos não monetários junto das suas contrapartes bilaterais na medida das exigências de margens. A manutenção de reservas em numerário resulta em custos de oportunidade elevados para os PSA, devido ao nível reduzido dos juros recebidos sobre as garantias em numerário. Os custos da compensação centralizada resultarão por conseguinte, em última análise, numa redução do rendimento das reformas dos pensionistas relevantes, se os PSA forem obrigados a disponibilizar numerário para satisfazer as exigências de VM.

A Comissão, o Conselho e o Parlamento, por conseguinte, acordaram uma derrogação temporária por um período de 3 anos da obrigação de compensação para os regimes relativos a PSA que preencham certos critérios[ii], previstos no artigo 89.º, n.º 1, do

EMIR. A derrogação pode ser alargada por um período de até mais três anos no total. O período de transição foi expressamente previsto no âmbito do EMIR a fim de proporcionar mais tempo para as CCP desenvolverem soluções técnicas para a transferência de garantias não monetárias de modo a cumprir as exigências de VM.

2. OBJETIVO DO RELATÓRIO

Em conformidade com o artigo 85.º, n.º 2, do EMIR, o presente relatório visa apresentar uma avaliação do progresso e dos esforços feitos pelas CCP no desenvolvimento de soluções técnicas para a transferência de garantias não monetárias a título de VM pelos PSA, bem como a necessidade de quaisquer medidas que facilitem tal solução.

O artigo 85.º, n.º 2, do EMIR prevê também que, se considerar que as CCP não envidaram os esforços necessários para desenvolver soluções técnicas adequadas e que o efeito adverso de proceder à compensação centralizada de contratos de derivados relativamente às prestações de reforma de futuros pensionistas se mantém inalterado, a Comissão fica habilitada a adotar atos delegados nos termos do artigo 82.º para prorrogar o período de três anos previsto no artigo 89.º, n.º 1, uma vez por dois anos e uma segunda vez por um ano.

A fim de avaliar plenamente a situação atual, a Comissão encomendou um estudo de caracterização da situação de partida para verificar se as CCP envidaram os esforços necessários para desenvolver soluções técnicas adequadas para a transferência pelos PSA de garantias não monetárias a título de VM. Esse estudo da linha de base proporcionou também uma análise das soluções alternativas e potenciais. Por último, analisou o impacto da revogação da derrogação na ausência de uma solução, fazendo o cálculo da redução dos rendimentos de reforma para os pensionistas beneficiários dos PSA afetados[iii].

Em conformidade com o artigo 85.º, n.º 2, a Comissão Europeia consultou a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma no quadro da elaboração do presente relatório.

3. ESFORÇOS ENVIDADOS PELAS CCP

3.1. UM SERVIÇO DE RECOMPRA («*REPO*») PARA OS PSA

Nesta fase, apenas uma CCP tem demonstrado algum esforço que mereça registo para desenvolver uma solução para a utilização de ativos não monetários a fim de satisfazer as exigências de VM.

A CCP relevante está a desenvolver ativamente um serviço (a seguir designado «serviço de recompra para os PSA»[iv]) que poderia dar resposta às necessidades que esses regimes têm de utilizar ativos não monetários para satisfazer as exigências de VM em numerário que lhes serão impostas.

O serviço proposto permitiria que um conjunto limitado de participantes no mercado não revendedores (incluindo os PSA) pudessem beneficiar do serviço de execução e compensação de operações de recompra em causa. No âmbito de uma operação de recompra, uma parte vende um ativo (normalmente títulos de rendimento fixo) a outra parte e compromete-se a recomprar esse ativo a um preço acordado em data futura. O ativo serve de caução e reduz o risco de crédito de contraparte em que o comprador incorre perante o vendedor. Os acordos de recompra são, por conseguinte, um meio que permitirá aos PSA transformar os seus ativos não monetários existentes no numerário que as CCP exigem para satisfazer as exigências de VM, conservando a respetiva propriedade e – fator que é crítico – o retorno de investimento desses ativos a longo prazo. No âmbito do serviço de acordos de recompra proposto para os PSA, estes regimes teriam de celebrar acordos de recompra com outros intervenientes no mercado utilizando valores mobiliários que já detém no decurso normal dos seus investimentos. As operações em causa seriam executadas na plataforma de negociação de acordos de recompra da CCP e seriam automaticamente compensadas através do respetivo serviço de compensação. O numerário gerado pelas operações de recompra poderia depois ser entregue à CCP para cumprimento das suas exigências de VM. As operações de recompra propriamente ditas seriam compensadas através da CCP, pelo que os riscos de crédito da contraparte do PSA sobre essas operações seriam mitigados pela CCP.

Este serviço permitiria que os PSA procedessem a operações de recompra, centralizando ao mesmo tempo a gestão das posições na CCP e limitando qualquer risco bilateral residual de crédito de contraparte das operações de recompra pelo facto de serem celebradas com a CCP, em vez de com a contraparte nos acordos de recompra.

Na medida em que o serviço de acordos de recompra para os PSA ainda se encontra em desenvolvimento, ainda subsistem nesta fase determinadas questões importantes quanto à sua viabilidade. Conforme especificado mais abaixo na secção 4.3, considera-se que poderá não existir uma capacidade suficiente nos mercados de acordos bilaterais para que os PSA consigam assegurar o numerário necessário para cumprir as exigências de VM das CCP em alturas de tensão do mercado. Deve, por conseguinte, questionar-se se os mercados de recompra compensados se irão desenvolver por forma a fornecer a capacidade suplementar de que os PSA irão necessitar. A capacidade dos bancos fornecedores de liquidez através de acordos de recompra para eliminar os riscos bilaterais das suas operações e, em vez disso, assumirem esses riscos perante as CCP poderá resultar em requisitos de capital mais baixos, o que poderá por sua vez incentivar um aumento das atividades de recompra.

No entanto, outros fatores regulamentares poderão influenciar o desenvolvimento dos mercados de recompra a curto e médio prazo, incluindo as iniciativas regulamentares ao abrigo de Basileia III, bem como o proposto Imposto sobre as Transações Financeiras da UE, bem como possíveis princípios de corte («*haircut*») obrigatório das margens de avaliação dos ativos em conformidade com o Fluxo de Trabalho do Conselho de Estabilidade Financeira para os Acordos de Recompra e de Concessão de Empréstimos em Valores Mobiliários. É possível que os mercados de recompra possam tornar-se menos atraentes para os prestadores de liquidez e, por conseguinte, diminuam a sua dimensão.

Além disso, a capacidade de todos – ou mesmo da maior parte – dos PSA que têm dificuldades em cumprir as exigências de VM em numerário para utilizar esse tipo de serviço é questionável. Isto acontece porque os participantes no serviço terão de aceder às CCP ao abrigo de um acordo especial de adesão, o que obrigaria os PSA a contribuir para um fundo especial de proteção contra o incumprimento. O fundo para casos de incumprimento não seria utilizado para cobrir as perdas de outros membros compensadores, como acontece com os acordos convencionais celebrados pelos membros; apenas seria utilizado para cobrir as perdas diretas causadas pelo potencial incumprimento dos próprios PSA. Por conseguinte, não estará exposto a perdas causadas por eventuais incumprimentos por outros membros compensadores. No entanto, envolverá uma afetação à partida de garantias adicionais que poderá não ser admissível para todos os PSA e para os respetivos gestores ou administradores.

Por último, e nesta fase, ainda não são conhecidos os custos que os PSA deverão suportar pela utilização do potencial serviço de recompra. É possível que os custos das operações de recompra compensadas se venham a revelar mais elevados do que os custos de celebração de acordos de recompra bilaterais. Isso acontece porque os PSA terão de manter um fundo para casos de incumprimento, como descrito acima, bem como de suportar as taxas de compensação inerentes às operações. Existirão igualmente custos de implementação associados ao estabelecimento das ligações operacionais ao serviço pelos PSA, bem como custos legais.

Este potencial serviço está ainda em fase de desenvolvimento. Prevê-se que seja lançado no primeiro semestre de 2015. A Comissão continuará em contacto com a CCP em causa e com os PSA à medida que o serviço chegar ao mercado, a fim de avaliar a sua capacidade de servir as necessidades dos PSA.

A Comissão irá também acompanhar com interesse a capacidade de outras CCP para desenvolver serviços similares.

Uma vez que o serviço proposto ainda não foi lançado, a Comissão explorou outras soluções técnicas possíveis a fim de identificar se existem outras medidas que possam ser tomadas pelas CCP e que permitam aos PSA utilizar ativos não monetários para satisfazer as exigências de VM. Essas possíveis soluções técnicas são esboçadas abaixo. A viabilidade de cada opção foi avaliada tendo em conta os obstáculos legais,

comerciais, políticos e práticos associados, bem como os respetivos riscos, e quaisquer custos prováveis para os PSA que tenham sido identificados.

O estudo de base procurou igualmente esclarecer se poderiam existir soluções alternativas fora da infraestrutura das CCP que permitam aos PSA compensar centralmente sem afetar negativamente os rendimentos de reforma pertinentes. Essas soluções alternativas são também descritas a seguir, juntamente com uma análise da respetiva viabilidade.

Quaisquer riscos resultantes das soluções técnicas ou alternativas deverão evidentemente ser contrabalançados com o nível da redução dos riscos sistémicos decorrente da compensação centralizada.

3.2. SOLUÇÕES ALTERNATIVAS POTENCIAIS

(i) Transformação de garantias pelas CCP

Esta situação conduziria a um serviço de recompra oferecido pelas CCP aos PSA, em que as CCP seriam a principal contraparte nas operações de recompra, fornecendo dinheiro aos PSA em troca de valores imobiliários. Neste sentido, o conceito fundamental é comparável ao serviço de recompra aos PSA em fase de desenvolvimento pela CCP acima referida. No entanto, esta solução potencial não resolve a questão da capacidade das CCP para criar oferta de uma plataforma organizada de negociação de acordos de recompra e dos serviços de compensação associados.

As CCP relevantes precisariam nesses casos de proceder a uma recompra recíproca com uma terceira parte, a fim de obter o numerário. Essa terceira parte terá de ser um banco comercial ativo no mercado de recompra ou um banco central.

É questionável se um mecanismo em que o banco central é o único fornecedor de liquidez para acordos de recompra será aceitável para esse mesmo banco central, pelo que esta discussão parte do princípio de uma solução em que as CCP contam utilizar os bancos comerciais em condições "normais" e só utilizar os bancos centrais em cenários de mercado adversos.

Atualmente, nem todas as CCP têm acesso regular às linhas de crédito dos bancos centrais. Algumas CCP da UE têm acesso a crédito intradiário e, em condições definidas, a crédito *overnight*. No entanto, esse acesso poderá não ser adequado à transformação normal de garantias com base em acordos de recompra. Para o efeito, as CCP precisarão pelo menos de ter acesso a linhas de crédito *overnight* ou mesmo a operações de crédito com vencimentos mais longos, de modo a evitar a renovação diária de acordos de recompra a curto prazo. Isso constituiria uma alteração das

práticas seguidas entre as CCP e os bancos centrais, que os bancos centrais e os seus acionistas terão de analisar cuidadosamente.

Esta solução potencial implica que as CCP assumiriam um aumento do nível de risco em termos de volume das operações de recompra e a consequente exposição aos riscos de contraparte e de mercado. Isso aumentaria, por sua vez, o risco sistémico colocado pelas CCP.

Outros obstáculos adicionais incluem a necessidade de investimento pelas CCP na necessária capacidade de gestão das operações e da tesouraria, bem como alterações operacionais e jurídicas – sobretudo nos seus procedimentos padrão, sempre que operações de recompra com um membro compensador insolvente devam ser liquidadas ao mesmo tempo que as carteiras de derivados OTC afetadas a essas operações.

(ii) Aceitação direta de ativos não monetários com passagem para os destinatários da VM

Neste caso, a CCP permitiria que os PSA entregassem e recebessem VM sob a forma de ativos não monetários já detidos, tais como Obrigações do Tesouro. Esses ativos seriam então transferidos para a contraparte da transação que tivesse dinheiro a receber.

Uma CCP teria de oferecer a compensação de dois conjuntos de produtos paralelos com os mesmos termos económicos fundamentais – um para o qual as VM seriam pagas e recebidas em numerário e o outro para o qual seriam pagas e recebidas em valores imobiliários elegíveis especificados. Tal reduziria a liquidez do mercado, com a probabilidade de aumento dos *spreads* e de menor flexibilidade na aceitação ou liquidação das posições de um membro da CCP incumpridor. Seria também impossível compensar as garantias exigidas entre os dois produtos.

A liquidação em tempo útil é outro obstáculo de monta para que essa opção seja tornada viável. Os participantes que entregam VM não monetárias teriam de poder transferir os valores mobiliários para o nome da CCP no mesmo dia em que as garantias fossem exigidas. No entanto, isto seria difícil de alcançar na prática, uma vez que a liquidação no mesmo dia não é atualmente a prática corrente dos repositórios centrais. Uma dificuldade adicional é que os valores mobiliários só podem ser trocados em unidades transferíveis. Uma vez que as quantidades de VM a pagar ou a receber serão calculadas pela CCP em valor monetário, a CCP terá de definir uma convenção de mercado para a conversão destes valores numa quantidade dos valores mobiliários que o ordenante da VM opte por enviar, o que acarretará diferenças de arredondamento e a necessidade de ajustamentos de tesouraria entre a CCP e os seus membros compensadores.

Além disso, as CCP, os membros compensadores, as entidades de custódia, os gestores de ativos e os PSA terão de suportar custos de vários milhões de euros, a fim de proporcionar as capacidades operacionais necessárias.

Em termos de legalidade, há também dúvidas sobre se a transferência dos valores mobiliários para o recetor das VM preencheria os requisitos de alguns PSA em termos de conservação do controlo dos seus ativos.

(iii) Aceitação de ativos não monetários com transferência das garantias mobiliárias para os recetores das VM

Também neste caso, as CCP permitiriam que os PSA entregassem VM sob a forma de valores mobiliários, como na possibilidade da alínea ii).

No entanto, em vez de transferir os valores mobiliários para as contrapartes que deverão receber as VM, a CCP criaria uma reserva de propriedade sobre os valores mobiliários entregues, em favor do recetor das VM.

No âmbito desta solução, os ativos entregues para satisfazer as exigências de VM não são transferidos para o respetivo recetor, pelo que o risco do contrato não será efetivamente compensado. Existirá apenas um direito legal ao crédito cujo valor variará ao longo do tempo. Em caso de incumprimento, o valor do crédito será incerto até à respetiva liquidação. Este risco adicional tornará necessário que o preço do contrato seja fixado de forma diferente, tornando-o mais caro do que os contratos normais liquidados em numerário, criando mais um fator de diferenciação dos produtos compensados com menor liquidez adaptados às necessidades dos PSA.

O risco jurídico constitui igualmente um obstáculo a esta solução, dado que as reservas de propriedade poderão estar sujeitas a diferentes quadros jurídicos em cada país da UE. Potencialmente, isto leva a uma incerteza jurídica quanto ao que aconteceria numa situação de incumprimento

(iv) Garantia quadripartida para as reservas de propriedade no quadro das VM

Esta é uma variação da solução anterior na qual os valores mobiliários serão detidos por entidades de custódia de acordo com um acordo entre essas entidades, o PSA, a contraparte na transação original e a CCP.

Os acordos em causa permitirão que os PSA entreguem ativos não monetários a título de VM sem precisar de os converter em numerário. A garantia seria antes concedida sob a forma de uma reserva de propriedade em favor da contraparte. O PSA subcontrataria a gestão das suas garantias a uma entidade de custódia num acordo formalizado entre as quatro partes envolvidas – PSA, contraparte, CCP e entidade de custódia. A solução basear-se-ia nos serviços tripartidos de gestão de garantias já existentes.

Esta solução apresenta os mesmos desafios que a solução anterior na medida em que resulta em riscos de crédito de contraparte por liquidar, o que se afigura contrário à

própria função das VM e poderá levantar preocupações junto dos membros compensadores, contrapartes e órgãos reguladores.

Mais uma vez, criaria uma divergência dos produtos, com as resultantes complicações em termos de liquidez e de compensação.

(v) Transformação das garantias pelos membros compensadores

Esta primeira alternativa a uma solução técnica a nível das CCP reside na possibilidade de os PSA obterem numerário executando operações de recompra com os membros compensadores, fora da infraestrutura da CCP.

Os membros compensadores das CCP que trabalham com derivados OTC pertencem geralmente a grupos bancários que estão igualmente ativos no mercado de recompra. Significa isto que os membros compensadores estarão aparentemente bem posicionados para oferecer serviços de recompra aos seus clientes PSA para este efeito, sem necessidade de investimento em novos ramos de negócio. Este tipo de serviço pode também ser prestado aos PSA independentemente dos seus corretores compensadores, designados por um banco terceiro.

No entanto, a dimensão atual dos mercados de recompra bilaterais poderá implicar uma capacidade insuficiente para fornecer o numerário de que os PSA precisarão para dar resposta às suas responsabilidades em termos de VM. Em qualquer caso, as linhas de recompra não seriam garantidas pelos corretores e poderiam ser revogadas em alturas de tensão.

De acordo com as conclusões do estudo da situação de partida (ver nomeadamente o ponto 5.7.3), o mercado de recompra não seria, contudo, capaz de dar resposta à procura global pelos PSA que pretendem financiar as suas VM em numerário perante um movimento significativo das taxa de juro (p. ex.: 100 pontos de base) e os PSA não teriam portanto acesso ao financiamento necessário para satisfazer as suas exigências de VM se estivessem dependentes do mercado de recompra bilateral. Daí resultaria o não pagamento das margens de variação, o que colocaria os PSA numa situação de incumprimento e teria efeitos de arrastamento nos mercados.

No âmbito deste regime, o corretor de compensação do PSA ficará exposto às consequências do incumprimento do PSA, na medida em que poderá ser contratualmente obrigado a entregar as VM em nome do seu cliente. Os corretores de compensação são normalmente bancos de primeira linha, pelo que constituem riscos significativos para o sistema financeiro no seu todo.

(vi) Empréstimos de títulos de agência

No âmbito de um modelo de empréstimos de títulos de agência, o PSA emprestaria valores mobiliários de sua própria carteira a terceiros e receberia do devedor garantias

sob a forma de numerário, que poderia ser utilizado para dar resposta às exigências de VM.

O empréstimo de títulos já é utilizado por muitos PSA através de disposições operacionais e jurídicas bem estabelecidas. No entanto, a capacidade dos PSA para conceder empréstimos varia de acordo com as necessidades dos outros participantes no mercado para contrair os de empréstimo os ativos oferecidos num determinado momento. Se as contrapartes querem efetivamente contrair empréstimos e com que duração está fora do controlo dos PSA. Os empréstimos de títulos não podem, por conseguinte, ser considerados como uma fonte de financiamento fiável. Tal como acontece com os acordos antes referidos, este procedimento poderá resultar no não pagamento de margens de variação, suscetíveis de conduzir a uma situação de incumprimento por parte do corretor de compensação do PSA.

(vii) Empréstimos garantidos concedidos por entidades não financeiras

O estudo da situação de partida indica que muitas grandes sociedades dispõem atualmente de grandes reservas em numerário que poderão querer emprestar com condições de segurança.

Esta opção alternativa implicaria que o PSA entregasse valores mobiliários no âmbito de uma operação de recompra e recebesse numerário de uma entidade empresarial como garantia dessa recompra, de forma semelhante ao que aconteceria na potencial solução alternativa descrita na alínea v).

Atualmente não existe um mercado estabelecido para a concessão de empréstimos garantidos de empresas a PSA, pelo que, embora do ponto de vista conceptual as empresas possam ter meios para fornecer numerário que permita aos PSA dar resposta às exigências de VM das CCP, é impossível avaliar a capacidade e a volatilidade desse mercado. Esta alternativa suscita também dúvidas sobre se a criação desse mercado exigiria regulamentação e sobre o impacto que teria nos custos e na disponibilidade de numerário. Por conseguinte, não pode ser considerada como uma alternativa viável.

4. CONCLUSÕES

4.1. PROGRESSOS E ESFORÇOS ENVIDADOS PELAS CCP

Pode concluir-se que, com exceção do serviço de recompra para os PSA proposto identificado na secção 3, não parecem ter sido realizados progressos suficientes pelas CCP a fim de desenvolver soluções técnicas para a transferência de garantias não monetárias a título de VM. Nenhuma das infraestruturas com base em potenciais soluções alternativas analisadas, referidas nas alíneas i) a iv) da secção 3.2, parece estar a ser desenvolvida por qualquer CCP. Pode concluir-se que isso se deve aos

obstáculos identificados no presente relatório. No entanto, as CCP devem continuar a estudar formas que permitam superar os obstáculos identificados para a implementação prática das potenciais soluções alternativas.

A falta de progressos na identificação e desenvolvimento de soluções viáveis poderá ser imputável ao facto de as CCP que não desenvolveram soluções não estarem atualmente bem colocadas para fornecer tais serviços, uma vez que ainda não operam quaisquer serviços de negociação ou compensação nos mercados de recompra que possam utilizar como base para facilitar a transformação de garantias. Pode também considerar-se que as CCP têm centrado os seus recursos nos últimos dois a três anos em assegurar a conformidade dos seus serviços com os requisitos recentemente implementados no âmbito do EMIR, bem como com outros aspetos das reformas regulamentares levadas a cabo a nível da UE e a nível internacional[v]. As CCP têm também gasto recursos consideráveis no desenvolvimento de soluções de compensação para os clientes em termos gerais, já que as obrigações de compensação no âmbito do EMIR se alargarão aos pequenos e médios participantes no mercado (incluindo os PSA) que não possam proceder à compensação diretamente na qualidade de membros compensadores. A ausência de esforços no desenvolvimento de soluções técnicas pode portanto ser igualmente atribuída ao facto de as CCP não terem conseguido dar prioridade a novos desenvolvimentos neste domínio.

4.2. MEDIDAS NECESSÁRIAS

A Comissão continuará a acompanhar a evolução dos serviços com base em acordos de recompra propostos pela CCP relevante, a fim de avaliar se mantém os seus esforços e se a solução é implementada sem problemas em 2015, tal como previsto. A implementação bem-sucedida do serviço proposto também vai depender da cooperação continuada dos PSA potenciais participantes.

A Comissão continuará igualmente a estabelecer contactos com outras CCP da UE que compensam as operações de derivados OTC relevantes (taxa de juro e/ou *swaps* de risco de inflação) para avaliar se não poderão adotar soluções semelhantes. Tal como referido acima, isso poderá depender da capacidade de outras CCP para oferecer serviços no âmbito da negociação e compensação de acordos de recompra, bem como da compensação de derivados OTC. No entanto, a Comissão insta fortemente todas as CCP da UE, em cooperação com os seus membros compensadores e com os PSA, a continuarem a considerar a forma como os obstáculos analisados no presente relatório podem ser ultrapassados a fim de alcançar soluções de compensação que – individualmente ou em conjunto – permitam fornecer a capacidade necessária para que os PSA possam compensar centralmente as suas operações com derivados OTC minimizando o impacto nos seus rendimentos. Uma solução adequada deverá permitir que os PSA possam prosseguir as suas atividades com derivados OTC sem custos

inibidores, proporcionando ao mesmo tempo os benefícios da compensação central para as suas contrapartes e para o sistema financeiro mais alargado.

No entanto, a Comissão reconhece que, na ausência de uma solução, os PSA serão, em última análise, obrigados a substituir os valores mobiliários por numerário a fim de manter uma reserva de tesouraria suficiente para satisfazer as potenciais exigências de VM a partir de agosto de 2018, o mais tardar. Deve igualmente considerar-se que, apesar de nenhuma das possíveis soluções alternativas parecer constituir uma solução abrangente e satisfatória para os PSA, poderá ser necessário recorrer a uma combinação de diferentes formas de transformação de garantias. A Comissão encoraja também o setor a ter em conta outras possibilidades de financiamento longo prazo (como obrigações cobertas ou valores mobiliários garantidos por ativos) que possam estar disponíveis para os PSA e que, individualmente ou combinadas, possam representar uma fonte suficiente de financiamento com bons níveis de confiança, mesmo em alturas de tensão do mercado. É reconhecido que tais oportunidades de financiamento podem estar dependentes da capacidade dos PSA manterem o título legal e/ou controlo sobre os valores mobiliários que forem trocados por numerário, pelo que será necessária alguma flexibilidade.

4.3. POTENCIAIS EFEITOS ADVERSOS DA COMPENSAÇÃO CENTRAL DOS CONTRATOS DE DERIVADOS SOBRE OS BENEFÍCIOS DE REFORMA DOS FUTUROS PENSIONISTAS

Na ausência de uma derrogação à obrigação de compensação, os PSA seriam forçados a manter reservas de tesouraria em vez dos ativos de rendimento mais elevado que frequentemente detêm, como Obrigações do Tesouro. Continuar a deter ativos não monetários e ficar dependente dos mercados de recompra abertos numa base *ad hoc* não fornece uma certeza suficiente. Tal como indicado no estudo da situação de partida, o principal obstáculo identificável é o facto de que os atuais mercados de recompra bilateral não parecerem apresentar uma liquidez suficiente para resistir às necessidades dos PSA da UE em cenários de tensão. Esta conclusão baseia-se numa análise dos mercados de Obrigações do Tesouro da UE. O estudo da situação de partida indica que uma exigência de VM global no seguimento de um movimento de 100 pontos de base representaria um valor de 204-255 mil milhões de euros para os PSA da UE. Desse valor, 98-123 mil milhões de euros (82-103 mil milhões de libras) diriam respeito a PSA do Reino Unido e estariam predominantemente ligados a ativos expressos em libras esterlinas, enquanto 106-130 mil milhões de euros estariam relacionados com ativos denominados em euros (e eventualmente noutras moedas).

Mesmo que os PSA fossem os únicos participantes ativos nestes mercados, as exigências totais de VM caso ocorresse uma evolução desse tipo excederia a capacidade diária aparente dos mercados de recompra do Reino Unido e seria provavelmente superior às partes relevantes do mercado de acordos de recompra de

Obrigações do Tesouro da UE — ou seja, essencialmente de títulos de dívida pública alemã (*bunds*). A liquidez necessária nos mercados de recompra existe noutros valores mobiliários com menor grau de liquidez mas ainda assim de segurança elevada, embora os mercados desses instrumentos sejam muito mais passíveis de diminuir em dimensão em alturas de tensão.

Manter reservas de tesouraria para cobrir os potenciais movimentos do mercado reduzirá os rendimentos globais obtidos nos investimentos realizados em benefício dos pensionistas integrados nos regimes de pensão, o que poderá, em última análise, reduzir os montantes totais pagos pelo PSA como rendimentos de planos de pensões a esses beneficiários.

De acordo com o estudo da situação de partida, os custos da passagem de um regime de garantias bilateral para a entrega das VM em numerário às CCP por parte das PSA poderia portanto resultar numa redução percentual acumulada dos rendimentos da reforma de até 3,1% nos Países Baixos e 2,3%, no Reino Unido, num horizonte a 40 anos. O impacto total esperado sobre os rendimentos dos planos de pensões em toda a UE num horizonte a 20-40 anos poderia atingir 3,66%. Isso é diretamente atribuível à redução dos retornos do investimento previstos pelo facto de os PSA serem obrigados a deter reservas de tesouraria, em vez de valores mobiliários não monetários.

Trata-se de um impacto significativo, que afetaria provavelmente os pensionistas em toda a UE e que pode ser considerado desproporcionado em relação aos benefícios obtidos ao exigir, nesta fase, que os PSA procedam à compensação. Esta conclusão tem em conta o facto de que as operações deverão, em qualquer caso, ser garantidas a título bilateral nos termos dos já previstos requisitos de margem bilateral ao abrigo do artigo 11.º, n.º 3, do EMIR, limitando assim o risco de crédito de contraparte nas operações em que essas instituições são contrapartes, tanto na perspetiva dos bancos como dos próprios PSA.

É possível que PSA na faixa superior desse impacto possam optar por não cobrir as suas responsabilidades a fim de conservarem os atuais níveis de rendimento de reforma para os seus beneficiários. Daí resultaria o risco de perdas dos investimentos em resultado da volatilidade do mercado não coberta, o que resultaria igualmente numa diminuição dos rendimentos de reforma.

No entanto, importa aqui notar que, à medida que a grande maioria dos contratos de derivados OTC normalizados forem sendo encaminhados para a compensação central, os contratos não compensados poderão ir perdendo liquidez com o tempo. Esse elemento, só por si, reduziria o diferencial do custo total entre os contratos compensados e não compensados no futuro.

4.4. PROPOSTA DE ATO DELEGADO

A Comissão considera que ainda não foram, nesta fase, levados a cabo os esforços necessários para desenvolver soluções técnicas adequadas, e que o efeito adverso da compensação dos contratos de derivados a nível central sobre os benefícios de reforma dos futuros pensionistas permanece inalterado.

Por conseguinte, a Comissão tenciona propor a prorrogação do período de três anos referido no artigo 89.º, n.º 1, do EMIR por dois anos, através de um ato delegado. A Comissão continuará a acompanhar a situação no que respeita às soluções técnicas que permitam aos PSA entregar ativos não monetários para dar resposta às exigências de VM das CCP, a fim de avaliar se esse período deverá voltar a ser prorrogado por mais um ano.

[i] Tal como definido nos termos do artigo 2.º, n.º 10, do EMIR.

[ii] Artigo 89.º, n.[os] 1 e 2, do EMIR. A derrogação só se aplica aos derivados OTC que reduzam de forma objetivamente mensurável os riscos de investimento diretamente relacionados com a solvabilidade financeira dos regimes relativos a planos de pensões e quando o PSA encontrar dificuldades para satisfazer os requisitos de VM.

iii O estudo de base será colocado à disposição no sítio da Web da Comissão Europeia: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Importa aqui salientar que o serviço que está a ser desenvolvido não se limitaria aos PSA, podendo ser oferecido a outros participantes no mercado com necessidades semelhantes.

[v] Diversas CCP da UE estão autorizadas e exercem atividades em jurisdições de países terceiros.