

Bruxelas, 23.9.2020
COM(2020) 574 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 margem 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 margem de variação, bem como da necessidade de medidas que facilitem essas mesmas soluções técnicas

1. INTRODUÇÃO

O Regulamento Infraestruturas do Mercado Europeu (EMIR)¹, que, em 2012, introduziu na UE as reformas do G20 sobre os contratos de derivados do mercado de balcão (OTC), concedeu 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 OTC².

Ao abrigo do regulamento, os RPP incluem instituições de realização de planos de pensões profissionais (IRPPP), conforme definidas no 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 (desde que os ativos e passivos associados a essas atividades sejam segregados das outras atividades da empresa de seguros), bem como quaisquer outras entidades ou regimes autorizados e supervisionados que operem unicamente a nível nacional e cujo objetivo primordial seja a concessão de prestações de reforma.

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 pode ter nas pensões: conforme recordado no considerando 26 do EMIR, as entidades que gerem regimes relativos a planos de pensões «normalmente minimizam a sua parte de numerário a fim de maximizarem a eficiência e a rentabilidade para os respetivos tomadores de seguros. Assim, exigir que essas entidades compensassem de forma centralizada os seus contratos de derivados OTC conduziria a que convertessem uma parte significativa dos seus ativos em numerário, de modo a assegurarem o cumprimento permanente dos requisitos de margens das CCP». A compensação centralizada dos derivados OTC exige a disponibilidade de montantes em numerário adequados para a satisfação dos requisitos de margem das contrapartes centrais (CCP). Conforme reconhecido pelo enquadramento do EMIR, a detenção de

¹ Regulamento (UE) n.º 648/2012.

² A isenção diz respeito aos contratos de 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 com as entidades constituídas para efeitos de ressarcimento dos membros desses regimes em caso de incumprimento ou quando os RPP tenham dificuldades em satisfazer os requisitos de margem de variação (artigo 89.º do EMIR).

grandes montantes em numerário para a satisfação das eventuais exigências de margens de variação pode ter um impacto negativo no rendimento das reformas dos pensionistas.

Um estudo independente realizado pela *Europe Economics* e pela *Bourse Consult* em 2014, para a Comissão, estimou a potencial margem de variação que os fundos de pensões europeus poderiam ser obrigados a pagar no caso de ocorrência de uma variação de 1 % nas taxas. Apesar de o estudo abranger ainda o Reino Unido, os resultados excluindo o Reino Unido mostraram que esse montante variaria entre 106 e 133 mil milhões de EUR, aumentando ainda mais em cenários de maior tensão dos mercados.

Mais recentemente, foram realizados outros estudos pelo Eurosistema³ e pelo banco central dinamarquês⁴. Esses estudos sugerem que a potencial margem de variação dos fundos de pensões neerlandeses e dinamarqueses – que representam cerca de 52 % dos ativos financeiros dos fundos de pensões europeus (excluindo o Reino Unido)⁵ – no mesmo cenário de tensão (variação de 1 % nas taxas) ficaria abaixo dos 53 mil milhões de EUR e dos 106 mil milhões de DKK (ou cerca de 14 mil milhões de EUR), respetivamente, ligeiramente abaixo portanto dos valores correspondentes⁶ do estudo independente supramencionado. Tendo por base os valores em caixa disponíveis, o défice de numerário agregado poderá perfazer até 17 mil milhões de EUR para todos os fundos de pensões da área do euro⁷.

Movimentos semelhantes nas taxas, nos custos e nos riscos não afetariam apenas os RPP, mas teriam impacto noutras instituições financeiras que também efetuam a compensação centralizada (p. ex.: fundos de investimento, empresas de seguros), podendo também surgir riscos de incumprimento por falta de garantias elegíveis no caso da negociação bilateral de derivados e não apenas no mercado com compensação centralizada. Todavia, conforme reconhecido pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) no seu primeiro relatório sobre esta matéria, os RPP parecem estar mais limitados na sua capacidade de atenuar estes riscos através da flexibilidade nas estratégias de investimento, da disponibilidade de investimentos que correspondam aos seus passivos e do acesso a fontes de liquidez, como indicado nos pontos que se seguem.

³ Banco Central Europeu, *Financial Stability Review*, maio de 2020. As estimativas para os fundos de pensões neerlandeses enquadram-se no intervalo de 36 a 47 mil milhões de EUR; dado que os fundos de pensões neerlandeses detêm cerca de 89 % dos *swaps* de taxas de juro dos fundos de pensões da área do euro, o intervalo estimado das exigências de margens considerando todos os fundos de pensões da área do euro situa-se entre 40 e 53 mil milhões de EUR.

⁴ Banco Nacional da Dinamarca, *Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise*, novembro de 2019.

⁵ De acordo com as contas da área do euro no final de 2019.

⁶ Os valores correspondentes perfizeram aproximadamente 60 e 27 mil milhões de EUR para os fundos de pensões neerlandeses e dinamarqueses, respetivamente.

⁷ As estimativas para o défice de numerário dos fundos de pensões neerlandeses enquadram-se no intervalo de 6 a 15 mil milhões de EUR. Dado que os fundos de pensões neerlandeses detêm cerca de 89 % dos *swaps* de taxas de juro dos fundos de pensões da área do euro, o défice de numerário de todos os fundos de pensões da área do euro pode ascender a 17 mil milhões de EUR.

A isenção temporária tinha como objetivo proporcionar o tempo necessário para encontrar uma solução técnica viável que permita aos RPP efetuarem a compensação centralizada através de CCP, evitando impactos negativos reais no rendimento dos pensionistas. No âmbito do enquadramento do EMIR, as atividades dos RPP que envolvam derivados OTC já estão sujeitas – tendo em conta os limiares pertinentes – à atenuação dos riscos operacionais e aos requisitos de margens para as transações de OTC não compensadas, estabelecidos no artigo 11.º, que começaram a ser aplicados gradualmente a partir de 2017⁸: estes requisitos visam resolver os riscos relacionados com os derivados que não são compensados de forma centralizada, concedendo ao mesmo tempo incentivos à compensação centralizada. Os RPP também estão sujeitos às obrigações de comunicação de informações estipuladas no EMIR.

Embora os debates com os RPP e outras partes interessadas confirmem que os RPP pretendem compensar as transações através das CCP e que, efetivamente, já o fazem em determinados casos, a obrigatoriedade da compensação continuou a colocar desafios. Por conseguinte, a isenção da compensação centralizada foi prorrogada ao longo dos anos, uma vez que não surgiu nenhuma solução técnica viável. A versão revista do EMIR no âmbito do programa REFIT, que entrou em vigor em junho de 2019, prorroga a isenção até junho de 2021, com uma eventual dupla prorrogação através de atos delegados da Comissão, sendo que cada prorrogação tem 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, dado que a atual evolução regulamentar e dos mercados deverá permitir que os participantes no mercado desenvolvam soluções adequadas (considerando 30 do EMIR). As CCP, os membros compensadores e os RPP devem envidar todos os esforços no sentido de contribuir para o desenvolvimento de tais soluções.

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 regimes relativos a planos de pensões, de garantias monetárias e não monetárias a título de margem 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 Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) e o Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB), deve apresentar relatórios anuais à Comissão para a avaliação desta questão. A Comissão recebeu o primeiro relatório da ESMA em abril de 2020. Juntamente com o relatório, a ESMA realizou uma consulta pública de forma a reunir opiniões das partes interessadas e apresentar um segundo relatório mais abrangente à Comissão até dezembro de 2020. Por conseguinte, o relatório abrangente da ESMA não se encontra disponível a tempo de ser integrado neste relatório da Comissão Europeia.

⁸ Regulamento Delegado (UE) 2016/2251 da Comissão.

A versão revista do EMIR no âmbito do programa REFIT também estabelece que a Comissão deve criar um grupo de peritos composto por representantes das partes interessadas pertinentes para acompanhar os esforços envidados e avaliar os progressos realizados no desenvolvimento de soluções técnicas viáveis. O grupo de peritos, que continua o trabalho do seu predecessor (Grupo de Alto Nível da Comissão sobre os Fundos de Pensões), inclui representantes das CCP, membros compensadores, RPP, bancos centrais e outras partes interessadas pertinentes; reuniu-se duas vezes, em outubro de 2019 e abril de 2020 (por videoconferência), e continuará a reunir-se a cada seis meses. A Comissão continua a apoiar-se no trabalho do grupo para elaborar os seus relatórios para os legisladores.

2. OBJETIVO DO RELATÓRIO

Com o presente relatório, a Comissão cumpre a sua obrigação estabelecida no artigo 85.º do EMIR.

O presente relatório tem devidamente em conta o primeiro relatório elaborado pela ESMA, bem como os debates realizados no grupo de peritos. Conforme explicado, os resultados da consulta pública realizada pela ESMA serão incluídos no segundo relatório da Comissão, que será lançado no próximo ano.

O presente relatório apresenta uma análise dos principais problemas identificados pelas partes interessadas no que diz respeito à compensação centralizada dos RPP, bem como às soluções exploradas até ao momento. Conforme mencionado, a isenção da compensação centralizada aplicável aos RPP está em vigor até junho de 2021: tendo em vista este prazo, o relatório visa informar o Parlamento Europeu e o Conselho dos progressos realizados neste domínio, bem como identificar os aspetos que deverão continuar a ser explorados para favorecer uma solução de compensação centralizada exequível e sustentável.

3. PRINCIPAIS PROBLEMAS IDENTIFICADOS

3.1 Contexto do modelo de negócios dos RPP e da utilização de derivados

Os RPP europeus, sobretudo em alguns Estados-Membros, como os Países Baixos e a Dinamarca, são participantes ativos no mercado de derivados OTC. Utilizam esses derivados para protegerem os seus passivos de vários riscos, incluindo a volatilidade das taxas de juro e da inflação e, em última instância, para se protegerem dos riscos relacionados com a solvabilidade financeira. Os passivos dos fundos de pensões perante os pensionistas atuais e futuros têm maturidades longas, que devem ser cobertas por ativos de longo prazo; por norma, esses ativos são obrigações do Estado e obrigações emitidas por empresas, mas a cobertura total dos passivos com obrigações não parece exequível para os RPP da UE, dada a disponibilidade limitada de obrigações com as características adequadas. Além disso, os derivados podem oferecer uma melhor

correspondência para os passivos dos RPP, porque muitas vezes são utilizados *swaps* para descontar esses passivos para efeitos de avaliação. Conforme comunicado pela ESMA, a situação dos RPP da UE neste contexto é diferente da situação dos fundos de pensões dos EUA, que se apoiam mais em ativos de longo prazo, tais como obrigações do Estado e obrigações emitidas por empresas, para efeitos de cobertura: tendencialmente, os fundos de pensões dos EUA têm uma duração mais curta dos passivos do que os RPP da UE, os seus passivos são normalmente descontados utilizando a rentabilidade das obrigações emitidas por empresas AA e o mercado das obrigações emitidas por empresas dos EUA é mais alargado. Como tal, conforme reconhece a ESMA, os RPP parecem ter uma necessidade estrutural de negociar derivados OTC.

Tendencialmente, a carteira de derivados dos RPP é grande, de longa duração e unidirecional, com a posição agregada do setor a representar, de acordo com a ESMA, um eventual risco sistémico.

Quanto aos tipos de derivados, os RPP são utilizadores extensivos de *swaps* de taxas de juro de longo prazo: de acordo com os dados do EMIR relativos a 2015, provenientes da DTCC, cerca de 20 % dos *swaps* de taxas de juro em que pelo menos uma contraparte é uma companhia de seguros ou um fundo de pensões na UE tinham uma maturidade de 30 anos, comparativamente a uma média mundial de menos de 10 %⁹. Os *swaps* de taxas de juro são a classe dos derivados sujeita à obrigação de compensação estipulada no EMIR. Os RPP transacionam os seus derivados de forma bilateral ou efetuam a compensação centralizada através de CCP, como clientes dos membros compensadores.

Importa salientar que os regimes de pensões e os mercados são bastante diversificados na UE: os sistemas de pensões do segundo pilar estão mais desenvolvidos em alguns Estados-Membros, onde os fundos de pensões com prestações definidas são mais generalizados; noutros Estados-Membros, o modelo de contribuição definida é predominante. 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 de 2018. A Irlanda também implementou regimes semelhantes. Nesses países, os regimes de pensões privados desempenham um papel importante na concessão de prestações de reforma aos pensionistas.

3.2 A questão da compensação centralizada dos RPP

O principal problema identificado no que diz respeito à compensação centralizada dos RPP prende-se com o facto de a compensação através de CCP exigir a constituição de margens de variação em numerário; os debates realizados no grupo de partes interessadas da Comissão demonstraram que esta questão é problemática para os RPP em caso de condições de tensão do mercado.

⁹ Comité Europeu do Risco Sistémico, Série de Estudos Ocasionais 11, 2016.

No modelo de compensação centralizada, as CCP exigem margens de variação aos seus participantes, por forma a compensar as alterações do valor de mercado das posições em derivados que gerem. Desta forma, as CCP estão sempre cobertas contra movimentos do mercado e os participantes no mercado não acumulam grandes perdas ao longo do tempo no que diz respeito às respetivas carteiras de compensação centralizada. As perdas e os ganhos são calculados pela CCP e trocados diariamente através do processo de avaliação pelo preço de mercado. O numerário pode servir melhor o propósito da margem de variação, porque minimiza qualquer risco de perdas de valor e a sua transferência é definitiva. A passagem pelo numerário como margem de variação também é menos complexa do ponto de vista operacional e é compatível com a abordagem da gestão de riscos de liquidez das CCP estabelecida no EMIR¹⁰.

Tal significa que os participantes compensadores devem estar em posição de dar resposta aos pedidos através de montantes adequados em numerário: se tal não for possível e um membro compensador não conseguir constituir a margem de variação necessária em tempo útil, é declarado como estando em incumprimento por parte da CCP, que depois aciona os seus procedimentos para esses casos a fim de repor a correspondência das suas carteiras. Além disso, as margens de variação devem ser entregues rapidamente às CCP, o que também pode originar novas dificuldades operacionais¹¹.

O numerário tem um elevado custo de oportunidade, uma vez que não é tão rentável como outros ativos e não é apropriado para equilibrar as maturidades dos passivos dos RPP, expondo-os assim a desfasamentos dos passivos-ativos. A detenção de montantes elevados de numerário, ao invés de outros ativos com rendimentos mais elevados, contribuiria para a diminuição dos rendimentos para os pensionistas e teria um impacto na afetação dos ativos dos RPP, e efetivamente os fundos de pensões não detêm por norma grandes volumes de numerário, conforme é demonstrado também nas estatísticas anuais sobre as pensões a nível mundial publicadas pela OCDE.

A questão das margens de variação em numerário pode revelar-se um desafio, sobretudo em alturas de tensão dos mercados e em conjugação com um aumento dos níveis das taxas de juro, quando os pedidos de margens de variação por parte das CCP poderão aumentar significativamente para os RPP.

Efetivamente, as exigências de grandes margens de variação também podem ocorrer no contexto das transações que não são compensadas de forma centralizada, nas quais os RPP participam atualmente. Contudo, nesse contexto, os RPP também podem constituir uma margem de variação por outros métodos que não o numerário, por exemplo utilizando obrigações do Estado de elevada qualidade (por norma, os fundos de pensões

¹⁰ Além disso, as margens de variação em numerário permitem às CCP permanecerem seguras da sua capacidade de avaliarem corretamente as suas transações e constituem a referência do mercado para os *swaps* compensados, adotada por todos os participantes no mercado do mercado de *swaps* compensados.

¹¹ No caso das exigências de margens intradiárias, algumas CCP permitem que os participantes utilizem valores mobiliários, em vez de numerário; contudo, as exigências de margens no final de cada dia devem ser satisfeitas com numerário.

detêm muitas obrigações desse tipo), embora as exigências de que os RPP constituam margens de variação em numerário também nas suas transações bilaterais tenham aumentado recentemente.

Também importa salientar que a lógica do quadro regulamentar do EMIR é promover a compensação centralizada, nomeadamente diminuindo a conveniência das transações bilaterais, em consonância com os riscos associados: esta e outras evoluções regulamentares, juntamente com as forças de mercado, deverão conduzir ao aumento dos volumes dos derivados que são compensados centralmente, com eventuais melhorias de preços no segmento dos derivados compensados comparativamente ao segmento dos derivados que não são compensados de forma centralizada. Efetivamente, tal como mencionado, alguns fundos de pensões já começaram a efetuar uma compensação centralizada de forma selecionada e voluntária.

Importa salientar que, de forma geral, os RPP são mais suscetíveis de efetuarem uma compensação indireta enquanto clientes dos membros compensadores do que de se tornarem membros compensadores diretos de uma CCP, conforme analisado em maior detalhe nos pontos que se seguem.

O que precede fornece o contexto para as características que devem fazer parte de uma eventual solução para a questão da compensação centralizada: deve obter o equilíbrio certo entre o objetivo da estabilidade financeira e a necessidade de ser viável para os RPP no que diz respeito aos custos, de forma a não ter um impacto excessivo nos benefícios dos reformados, e também deve ser suficientemente sólida em condições de tensão do mercado.

3.3 Eventuais soluções exploradas até ao momento

O debate sobre a compensação centralizada dos RPP conduziu à exploração de diferentes soluções ao longo dos anos. Foi incluída uma descrição de algumas eventuais soluções no relatório entregue pela Comissão ao abrigo do EMIR em 2015, relativamente a esta matéria, que concluiu que não tinha sido desenvolvida nenhuma solução técnica viável.

As soluções exploradas até ao momento incidiram na forma como os RPP podiam constituir margens de variação junto das CCP de uma forma segura e eficaz em termos de custos. Numa primeira fase, conforme descrito no relatório da Comissão de 2015, foi tido em conta se as CCP podem aceitar margens de variação por outros métodos que não o numerário, tais como obrigações do Estado de elevada qualidade: contudo, de uma forma geral, foi reconhecido que essa solução seria difícil de concretizar, porque exigiria que as CCP gerissem uma carteira de obrigações a converter em numerário, com os riscos conexos, o que poderia conduzir a uma distorção do seu papel como intermediárias (*pass-through*) de carteiras equilibradas ao nível dos resultados.

Está portanto a ser explorado um segundo conjunto de opções através do qual os RPP poderiam trocar as suas obrigações por numerário para satisfazer as exigências de margens das CCP (transformação das garantias). As eventuais soluções exploradas e

desenvolvidas ao longo dos últimos anos pelas partes interessadas do setor incidiram em soluções que permitem uma transformação eficaz das garantias por parte dos RPP.

Transformação das garantias pelos membros compensadores

Por norma, os membros compensadores, como é o caso dos bancos, podem fornecer aos seus clientes, incluindo fundos de pensões, serviços de transformação das garantias¹², através de operações de recompra. Efetivamente, a maioria dos RPP que participam na compensação centralizada fazem-no enquanto clientes de membros compensadores e podem continuar a fazê-lo mesmo ao abrigo da compensação obrigatória. Numa operação de recompra, uma das partes vende um ativo à outra parte e compromete-se a recomprar esse ativo a um preço acordado em data futura. Por norma, o ativo é uma obrigação e serve de caução para proteger o mutuante do numerário contra o risco de crédito de contraparte. Como tal, as operações de recompra podem ser utilizadas como formas de transformar as obrigações em numerário e constituir margens de variação, com a vantagem complementar que o fornecedor das obrigações retém a propriedade das próprias obrigações e continua a receber os seus rendimentos a mais longo prazo.

Por norma, os grandes grupos bancários são ativos no mercado de recompra. Todavia, foram indicados alguns fatores que poderão desincentivar os membros compensadores da participação nessas transações. Conforme indicado por vários participantes no mercado, a construção do rácio de alavancagem estipulada no quadro de Basileia III tornou menos prática a participação em operações de recompra, porque essas transações têm margens reduzidas e expandem os balanços dos bancos, contribuindo assim para o aumento do denominador do rácio. Como tal, os bancos precisam de um montante maior de fundos próprios de nível 1 para satisfazer o requisito. São desenvolvidas considerações semelhantes na análise dos mercados de recompra de 2017 do Comité do Sistema Financeiro Mundial¹³, que salientou os possíveis compromissos entre as reformas regulamentares que incidem na dimensão dos balanços dos bancos (visando limitar a alavancagem excessiva) e nas consequências, incluindo para os utilizadores finais, em termos de disponibilidade de operações de recompra¹⁴. Nesta matéria, os volumes dos mercados de recompra na UE têm apesar de tudo vindo a aumentar nos últimos anos¹⁵ e, de acordo com a análise do BCE, as consequências imprevistas das

¹² Esse serviço também pode ser prestado aos fundos de pensões por outros bancos, que não o respetivo membro compensador.

¹³ CGFS, *Repo market functioning*, 2017.

¹⁴ «Uma contração da capacidade de intermediação também pode reduzir o grau em que os mercados de recompra conseguirão dar resposta à procura durante futuros períodos de tensão. Uma redução do funcionamento do mercado de recompra poderá criar fricções nos mercados de numerário e de derivados e reduzir a capacidade das instituições financeiras para liquidarem os seus ativos. A escala dos custos resultantes para a estabilidade financeira e a economia real em alturas de tensão pode ser significativa, embora essas situações não se tenham materializado numa escala substancial nos anos mais recentes. As adaptações do mercado de recompra poderão atenuar os custos para alguns utilizadores finais, mas também introduzir novos riscos.»

¹⁵ ICMA, *European Repo Market Survey*, dezembro de 2019.

reformas regulamentares para a prestação de serviços de recompra pelos bancos da área do euro não foram substantivas¹⁶.

Além disso, a forma como o rácio de alavancagem foi originalmente concebido dificultou a prestação de serviços de compensação aos clientes por parte dos bancos, porque as margens constituídas pelos clientes não podiam ser utilizadas para compensar o montante da exposição (o que tem consequências no denominador do rácio). Em 2019, o Comité de Basileia¹⁷ propôs a introdução de alterações no cálculo do rácio de alavancagem, para que a compensação dos clientes não fosse indevidamente penalizada. Estas alterações foram incluídas no Regulamento Requisitos de Fundos Próprios (CRR2) que entrou em vigor em junho do ano passado.

Também foi introduzida uma alteração ao rácio de alavancagem, relativa ao tratamento dos acordos de revenda. Estas alterações podem contribuir para incentivar os bancos a participarem na compensação dos clientes e, possivelmente, na intermediação das operações de recompra, apoiando assim também a liquidez do mercado de recompra. O impacto dessas alterações terá de ser avaliado.

Além disso, foram suscitadas preocupações relacionadas com a capacidade dos mercados de recompra para satisfazerem a procura de numerário de todos os RPP, sobretudo em alturas de tensão, conforme analisado a seguir de forma mais pormenorizada.

Transformação das garantias através de mercados de recompra compensados

Nos últimos anos, algumas CCP desenvolveram novos modelos para apoiar a compensação centralizada dos RPP com base na facilitação do acesso às CCP e aos mercados de recompra compensados por parte desses mesmos RPP, o que pode também envolver o acesso ao mercado de OTC compensados. Estes modelos foram desenvolvidos na União Europeia por pelo menos uma CCP e, segundo é do conhecimento da Comissão, é provável que venham a ser adotados modelos semelhantes por outras CCP¹⁸. Neste âmbito, os RPP têm uma relação contratual direta com a CCP e são «assistidos» (ou de outra forma «patrocinados») por um membro compensador (normalmente, um banco) que age como agente de compensação e facilita a compensação centralizada dos RPP, por exemplo contribuindo para o fundo para casos de incumprimento da CCP e participando na gestão dos incumprimentos e noutros serviços (gestão de garantias, etc.).

Estes modelos não eliminam a necessidade de constituir uma margem de variação em numerário para os derivados OTC compensados, mas fornecem aos RPP acesso complementar aos mercados de recompra. Esses modelos de «adesão facilitada» também visariam atenuar algumas das limitações da compensação dos clientes, tais

¹⁶ BCE, *Financial Stability Review*, 2017.

¹⁷ Comité de Basileia de Supervisão Bancária, *Leverage ratio treatment of client cleared derivatives*, 2019.

¹⁸ Fora da UE, com base nas informações de que a Comissão dispõe, a LCH Ltd (Reino Unido), a *Canadian Derivatives Clearing Corporation* (Canadá) e a DTCC FICC (EUA) criaram ofertas de compensação das operações de recompra do lado comprador.

como a concentração da compensação dos clientes na UE num número limitado de membros compensadores ou a questão da portabilidade das posições dos clientes no caso de incumprimento de um membro compensador. Do ponto de vista dos bancos, esses modelos devem ser comprovadamente menos exigentes no que diz respeito aos requisitos de fundos próprios do que as atividades de compensação dos clientes tradicionais.

Segundo é do conhecimento da Comissão, esse modelo tem vindo a ser desenvolvido ao longo do tempo com um maior interesse do mercado. No entanto, apenas alguns RPP — normalmente os de maior dimensão — já começaram a utilizar esse serviço. Um motivo óbvio pode ser o facto de que a existência de uma relação direta com uma CCP pode exigir uma preparação operacional e jurídica e um investimento adicionais por parte dos participantes no mercado, quer dos RPP quer dos membros compensadores. Além disso, os fundos de pensões que participam no grupo de partes interessadas da Comissão comunicaram que esses modelos só estão normalmente disponíveis para os grandes RPP, que apenas um número reduzido de bancos os suporta atualmente e que os RPP continuam a depender da vontade dos membros compensadores para prestarem os serviços conexos.

De acordo com um documento conjunto da Associação Internacional de *Swaps* e Derivados (ISDA) e da *Pensions Europe*, de 2018¹⁹, os modelos de adesão direta ou de adesão «facilitada» são vistos com interesse pelo mercado, também porque podem ser mais interessantes para os bancos do que as relações de compensação dos clientes tradicionais. Uma adesão direta completa parece ser difícil por várias razões (incluindo a necessidade de satisfazer os requisitos de participação das CCP e as contribuições para o fundo para casos de incumprimento, bem como de ter uma determinada capacidade operacional); os modelos de acesso facilitado podem ser uma forma de aproximação a esse objetivo. De acordo com os fundos de pensões que participam no grupo de partes interessadas da Comissão, continuariam a ser necessárias algumas melhorias complementares.

Debate sobre o mercado de recompra

Normalmente, o mercado de recompra é considerado pelos RPP como um instrumento útil para as suas necessidades de liquidez e, nos debates do grupo de peritos criado pela Comissão Europeia, tem sido descrito de forma geral como uma eventual parte da solução global para a questão das margens de variação.

Contudo, as preocupações do setor continuam a estar associadas à capacidade dos mercados de recompra para satisfazerem a procura global por numerário decorrente do facto de que todos os RPP têm de efetuar a compensação em condições de tensão do mercado, quando é provável que os mercados de recompra estejam sob pressão para absorverem uma grande procura de liquidez – e não apenas dos RPP. Além disso, os bancos podem não estar sempre disponíveis para fornecer operações de recompra aos

¹⁹ Documento conjunto da ISDA e da *Pensions Europe*, *Potential demand for clearing by EU Pension Funds*, 2018.

RPP, pelo menos na mesma medida, em alturas de tensão. Como indica a ESMA, vários destes aspetos, e outros aspetos também, têm que ver com a relação comercial global entre os bancos e os respetivos clientes RPP. Se os RPP não estiverem em posição de utilizar o mercado de recompra em condições de tensão, podem não ser capazes de satisfazer as exigências de margens das CCP e até mesmo originar problemas de estabilidade financeira mais vastos. Nesta matéria, a possibilidade de criar um conjunto diversificado de mecanismos de liquidez entre os bancos e os RPP pode revelar-se útil.

Os mercados de recompra compensados devem ter a vantagem de serem mais líquidos do que os mercados bilaterais, uma vez que, em princípio, os bancos estão mais dispostos a transacionar operações de recompra compensadas do que operações de recompra bilaterais, especialmente porque podem compensar as suas posições com a CCP. De acordo com o CGFS (2017), na área do euro «a percentagem de negociação nos mercados de recompra através de CCP aumentou ao longo dos últimos anos, correspondendo a 50-60 % dos volumes de mercados de recompra da área do euro, devido à sua atratividade para a gestão dos balanços.» Os esforços envidados por algumas CCP para permitirem a participação direta dos utilizadores finais nas respetivas plataformas de recompra compensada também têm de ser colocados nesta perspetiva. Os RPP comunicaram que o mercado de recompra compensado pode oferecer uma capacidade adicional das operações de recompra em relação às operações de recompra bilaterais, mas também ter as limitações supramencionadas.

A Associação Internacional dos Mercados de Capitais (ICMA) apresentou uma panorâmica do funcionamento dos mercados de recompra europeus, cuja dimensão geral é estimada, no seu inquérito sobre o mercado de recompra de 2019, em 8 310 mil milhões de EUR²⁰. Os inquéritos da ICMA sobre os mercados de recompra europeus de 2018 e 2019 confirmam que são considerados como mercados que funcionam bem, pelo que poderão servir de canal para a transformação das garantias; contudo, os mercados de recompra são menos líquidos no final do trimestre e no final do ano, uma vez que os bancos tendem a encerrar as suas posições em operações de recompra quando se aproximam os prazos de comunicação de informações. O alcance dessas contrações regulares tem vindo a diminuir nos últimos anos e prevê-se que continue a diminuir no futuro, também graças à aplicação na UE das recentes recomendações do Comité de Basileia de Supervisão Bancária que visam reduzir a volatilidade no final do trimestre e no final do ano.

A ICMA também apresenta uma análise²¹ dos desenvolvimentos mais recentes ocorridos no mercado durante a crise provocada pela COVID-19. De acordo com este inquérito, de uma forma geral, o mercado de recompra europeu aguentou-se bem durante a pandemia de COVID-19, que teve início no final de fevereiro/início de março de 2020. A atividade do mercado de recompra aumentou durante as primeiras duas

²⁰ Tendo por base o valor dos contratos de recompra e de revenda pendentes nos livros das 58 instituições financeiras que participam no inquérito.

²¹ ICMA, *The European repo market and the Covid-19 crisis*, abril de 2020.

semanas de março, devido ao aumento dos pedidos de transformação das garantias para satisfazer as exigências de margens e aos fluxos de saída dos ativos de maior risco para ativos de curta duração. Contudo, os clientes comunicaram que os bancos tiveram dificuldades em lidar com o aumento da procura de operações de recompra e que alguns bancos começaram a servir apenas os melhores clientes. De acordo com o inquérito, «Embora a procura de acesso ao mercado de recompra tenha aumentado durante o pico da crise, a capacidade dos bancos para intermediar esse acesso não aumentou. Os participantes compradores comunicaram um aumento da resiliência do mercado de recompra, uma vez que as saídas de fundos conduziram à necessidade de gerar numerário a partir dos ativos detidos, bem como de satisfazer as exigências de margens das posições sobre derivados, à medida que a volatilidade aumentava. Todavia, parece que os bancos tiveram dificuldades em acompanhar a procura por parte dos clientes. Muitos comunicaram a limitação dos negócios aos melhores clientes e a falta de capacidade para novos negócios. Os bancos comunicaram ainda que, face ao aumento da volatilidade, a principal limitação dos negócios eram os limites de ativos ponderados pelo risco e não tanto o rácio de alavancagem, sobretudo no caso dos fluxos de negócios unidirecionais (como é o caso dos mutuários líquidos de numerário).»

Segundo foi comunicado, as intervenções dos bancos centrais atenuaram essas tensões, libertando as linhas de crédito dos bancos e revertendo a alienação generalizada dos ativos de risco.

A evolução do mercado durante a crise provocada pela COVID-19 também foi abordada no contexto do grupo de partes interessadas da Comissão. As CCP comunicaram um desempenho adequado e contínuo dos mercados de recompra compensada durante a crise, com elevados volumes de atividade. Na sua óptica, o acesso não foi limitado para as empresas compradoras que participam no mercado de recompra compensada. A resiliência global da infraestrutura do mercado também foi destacada, inclusivamente no que diz respeito aos modelos de margem, contribuindo assim para a previsibilidade dos pedidos de margem aos participantes. Os regimes relativos a planos de pensões comunicaram que sofreram com a volatilidade significativa do mercado, com grandes exigências de margens das contrapartes bilaterais e dos membros compensadores aos clientes. Comunicaram ainda que apenas conseguiram gerir de algum modo essa situação, mas que se o desempenho dos mercados tivesse sido pior teriam enfrentado dificuldades muito sérias. Também confirmaram que os bancos se mostraram relutantes em participar na intermediação das operações de recompra e que tiveram dificuldade em obter acesso aos bancos dos membros compensadores para acederem aos mercados de recompra. Consequentemente, os RPP consideram que o mercado de recompra não é fiável em todas as condições do mercado; muitas vezes, os RPP dependem em grande medida dos bancos para acederem ao mercado de recompra, e esses mesmos bancos têm linhas de recompra limitadas para os seus clientes em alturas de tensão.

Face às dificuldades sentidas com os mercados de recompra em alturas de tensão, os participantes no mercado levantaram frequentemente a questão da necessidade de um

mecanismo de proteção da liquidez do banco central em alturas de tensão. De acordo com os participantes no mercado, este papel de mecanismo de proteção dos bancos centrais pode ser concebido no sentido de os bancos centrais fornecerem liquidez a uma entidade regulada que depois a forneceria aos RPP: essas entidades poderão ser bancos ou CCP. Se receberem liquidez dos bancos ou das CCP, os RPP conseguirão satisfazer as exigências de margens de variação em numerário.

Também importa salientar que, dado que os bancos centrais têm competência exclusiva para a criação de facilidades de um banco central e para a interpretação da sua utilização prevista, qualquer opção que tenha por base um mecanismo de proteção da liquidez do banco central necessitará da aprovação e do apoio dos bancos centrais.

O BCE apresentou a sua perspetiva sobre a questão. No que diz respeito aos bancos, é óbvio que estes são contrapartes de operações de política monetária e estão autorizados a prestar serviços de transformação de garantias, sob reserva da regulamentação bancária aplicável. Por conseguinte, encontram-se em posição de intermediar o mercado de recompra, nomeadamente recorrendo à utilização das facilidades de um banco central.

Todavia, segundo o BCE, o papel dos bancos centrais enquanto mecanismos de proteção não parece ser simples ou pode nem sequer ser exequível para as CCP, mesmo quando disponham de uma licença bancária: a adesão aos serviços de transformação das garantias por parte das CCP parece não fazer parte da sua atividade principal e, como tal, pode suscitar preocupações relativas às consequências dos riscos. Além disso, de acordo com o BCE, caso as CCP adiram à transformação de garantias através da sua licença bancária complementar (se isso lhes for permitido), as isenções atualmente concedidas às CCP com base em determinados requisitos prudenciais no domínio bancário, com a justificação de que as CCP não participam em atividades bancárias típicas e têm um modelo de negócios diferente, já não parecem ser razoáveis. Além disso, seria necessária uma análise complementar para determinar a natureza jurídica, o impacto na gestão dos riscos das CCP e a conformidade regulamentar de qualquer regime desse tipo. As primeiras reações de algumas CCP revelaram igualmente algum ceticismo.

No que diz respeito à necessidade de um eventual mecanismo de proteção «específico» do banco central para os RPP (com os RPP a tornarem-se contrapartes dos bancos centrais e a receberem a liquidez diretamente deles), o BCE contribuiu para o debate do grupo de partes interessadas da Comissão na perspetiva do Eurosistema, isto é, incidindo nas necessidades de financiamento em euros das entidades domiciliadas na área do euro. A avaliação quantitativa do Eurosistema estimou as necessidades de liquidez dos RPP da área do euro para satisfazerem as margens de variação num cenário de tensão com base numa variação de 1 % nas taxas (ver *supra*). Dentro da área do euro, de acordo com os dados disponibilizados ao Eurosistema, os RPP neerlandeses são os mais participativos nos derivados, estando envolvidos em 89 % do total dos *swaps* de taxas de juro celebrados por fundos de pensões. A análise do Eurosistema concluiu que as necessidades de liquidez efetivas dos RPP da área do euro nessas

circunstâncias poderiam ser geridas (isto é, se situariam abaixo de 2 %), comparativamente à dimensão global do mercado de recompra europeu (indiretamente quantificada pelo montante pendente dos acordos de revenda), o que sugere que os mercados de recompra podem oferecer soluções para as necessidades dos RPP da área do euro. Com base nesta conclusão, foi determinado que o quadro da política monetária do Eurosistema, nomeadamente no que respeita às contrapartes, é adequado para efeitos de aplicação da política monetária e não justifica alterações para criar um mecanismo de proteção da liquidez específico do Eurosistema para os RPP²².

4. CONCLUSÃO

A questão da compensação centralizada dos RPP é antiga e, durante as últimas negociações do EMIR, tornou-se claro que os legisladores pretendem incentivar o mais possível uma solução que permita a esses intervenientes acederem ao sistema de compensação centralizada designado pelas reformas do G20 em 2009, tendo ainda em conta a necessidade de aplicar soluções adequadas para dar resposta às preocupações numa situação de tensão no mercado.

O grupo de partes interessadas da Comissão realizou longos debates, durante os quais foi mencionado que os RPP já começaram a efetuar a compensação de alguns derivados de forma voluntária, podendo concluir-se que o principal problema que continua por resolver é a questão das margens de variação em numerário nos momentos de tensão no mercado.

A Comissão tem controlado continuamente a evolução do mercado e facilitado os intercâmbios e debates entre as partes interessadas pertinentes para encontrar possíveis soluções. Ao longo dos anos, as partes interessadas do setor têm vindo a envidar esforços. Quando a opção de constituição das margens de variação em obrigações diretamente com as CCP acabou por ser excluída devido a problemas de compatibilidade com a natureza e o modelo de negócios dessas mesmas CCP, foram exploradas outras soluções para permitir que os RPP possam efetuar da melhor forma a transformação das garantias.

Conforme descrito no presente relatório, foram desenvolvidos nos últimos anos modelos de acesso facilitado, a fim de explorar uma solução potencialmente viável para a compensação centralizada dos RPP. Segundo é do conhecimento da Comissão, essa opção já está a ser utilizada por alguns RPP. A Comissão pretende continuar a explorar esta opção junto das partes interessadas pertinentes, incluindo o respetivo custo para os RPP. O facto de mais do que uma CCP estar a adotar esse modelo parece constituir um desenvolvimento positivo, também em termos de promoção de um leque de opções mais alargado.

²² Esse mecanismo de proteção da liquidez do Eurosistema seria diferente da cedência de liquidez em situação de emergência, que se enquadra no âmbito dos mandatos dos bancos centrais nacionais.

Encontrar uma solução viável exigirá, muito provavelmente, um esforço em diversas frentes. Por um lado, alguns aspetos da regulamentação bancária devem continuar a ser avaliados, designadamente para determinar se as alterações recentes nos cálculos do rácio de alavancagem ajudaram. Por outro lado, é necessário ter em conta as formas que podem ser exploradas de proporcionar liquidez aos RPP em alturas de tensão.

Os resultados da consulta pública realizada pela ESMA deverão fornecer informações complementares sobre a recente evolução do mercado e, possivelmente, dados quantitativos complementares, que serão analisados cuidadosamente. A Comissão está também empenhada em explorar todas as iniciativas adequadas e exequíveis de forma a progredir no sentido da concretização de uma solução de compensação centralizada viável e sólida.

Ao longo dos próximos meses, estas análises contribuirão para a decisão da Comissão no que diz respeito à isenção da compensação centralizada.