



ANDRÉ MENDES BARATA
Assistente Convidado da FDUL.
Investigador do CIDEEFF.
Advogado

O Regime Europeu de Resolução de Contrapartes Centrais: a peça que faltava ao mercado dos derivados de balcão?

The European Resolution Regime of Central Counterparties: the missing piece to the over-the-counter derivatives market?

RESUMO: A crise financeira mundial de 2007 evidenciou os riscos e fragilidades então inerentes ao mercado dos instrumentos financeiros derivados de balcão, o que conduziu a uma conjugação de esforços de governos e supervisores no sentido de reformar a regulação em vigor. Nesse processo de reforma acabou por ser confiado às contrapartes centrais um papel de relevo tendo em vista o propósito de assegurar a solidez e a estabilidade do mercado. Importa assim analisar em que medida é que a compensação e liquidação de derivados de balcão com recurso a estas infraestruturas pode contribuir para a redução do risco de contraparte e do risco sistémico neste mercado, principalmente à luz das novas regras introduzidas pelo EMIR.

Porém, as CCP não estão elas próprias isentas de riscos, como demonstram os casos históricos de insolvências destas infraestruturas de mercado. Nesse sentido, as Instituições tentaram reforçar a estabilidade pretendida para o mercado dos derivados de balcão através da aprovação de um regime europeu de resolução de CCP. Em linha do que sucedeu com a implementação do Mecanismo Único de Resolução, é certo que a simples existência deste regime dota já o mercado de soluções que permitem proteger-se da ocorrência de um episódio cataclísmico. No entanto, este regime tem inerentes algumas potenciais fragilidades, nomeadamente as que podem resultar da atribuição de competências para a resolução, da aplicação dos instrumentos de resolução e da possível suspensão da obrigação de compensação decorrente do EMIR.

Palavras-Chave: Compensação/Contrapartes centrais/Derivados de balcão/EMIR

ABSTRACT: The 2007 global financial crisis highlighted the risks and weaknesses inherent to the OTC derivatives market, which led to a combination of efforts by governments and supervisors to reform the regulation in force. In this process the central counterparties were ultimately entrusted with an important role, in order to ensure the solidity and stability of the market. It is therefore important to analyze to what extent the clearing and settlement of OTC derivatives through these infrastructures can contribute to the reduction of counterparty risk and systemic risk in this market, particularly in light of the new rules introduced by EMIR.

However, CCPs are not themselves risk-free, as demonstrated by the historical cases of default of these market infrastructures. In this sense, the Institutions tried to reinforce the stability intended for the OTC derivatives market through the approval of a European CCP resolution regime. In line with what happened with the implementation of the Single Resolution Mechanism, it is certain that the mere existence of this regime already provides the market with solutions that allow it to protect itself from the occurrence of a cataclysmic episode. However, this regime has some potential weaknesses inherent, namely those that may result from the attribution of the resolution power, the application of the resolution instruments and the possible suspension of the clearing obligation arising from EMIR.

Keywords: Central counterparties/Clearing/EMIR/OTC Derivatives

SUMÁRIO: I. Introdução. 1. Objecto da análise; 2. Método de análise e sistematização. II. As contrapartes centrais no âmbito do mercado dos derivados de balcão. 1. As contrapartes centrais; 2. Enquadramento histórico; 3. Os instrumentos financeiros derivados; 4. A crise financeira mundial de 2007 e a sua relevância; no mercado dos derivados de balcão; 5. A infraestrutura do mercado europeu dos derivados de balcão; no pós-crise; 5.1. Antecedentes; 5.2. As contrapartes centrais no âmbito do EMIR; 5.3. Os membros das contrapartes centrais. III. A insolvência de contrapartes centrais: revisão de casos. 1. *A Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises*; 2. *A Kuala Lumpur Commodity Clearing House*; 3. *A International Commodities Clearing House Hong Kong Limited*; 4. *A Nasdaq OMX Clearing AB*. IV. A resolução das contrapartes centrais. 1. As contrapartes centrais como instituições *too big to fail*; 2. O desenvolvimento de um enquadramento de resolução; ao nível internacional; 3. O regime europeu de resolução das contrapartes centrais; 3.1. Os instrumentos de resolução; 3.1.1. A partilha das responsabilidades existentes

om os detentores do capital da CCP, membros compensadores e outros credores; 3.1.2. O recurso a soluções de mercado; 3.1.3. A criação de uma CCP de transição; 3.2. O recurso ao apoio público; 3.3. A suspensão da obrigação de compensação; 4 Aspectos a considerar; 4.1. A atribuição de competências para a resolução; 4.2. A aplicação dos instrumentos de resolução; 4.3. A suspensão da obrigação de compensação: possível marcha-atrás no regime do EMIR? V. Conclusão. Bibliografia.

LISTA DE ABREVIATURAS: AdR – Autoridade de Resolução; BES – Banco Espírito Santo; BIS – Bank for International Settlements; BOTCC – Board of Trade Clearing Corporation; CBOT – Chicago Board of Trade; CCP – contraparte central; CdR – Colégio de Resolução; CLAM – Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises; CUR – Conselho Único de Resolução; CVM – Código dos Valores Mobiliários; DMIF II – Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014; EM – Estado-Membro; EMIR – Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012; ESMA – Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados; EUA – Estados Unidos da América; EUR – Euro; FSB – Financial Stability Board; HKFE – Hong Kong Futures Exchange; HKFGC – Hong Kong Futures Guarantee Corporation; ICCH HK – International Commodities Clearing House Hong Kong Limited; IOSCO – International Organization of Securities Commissions; KLCCH – Kuala Lumpur Commodity Clearing House; MUR – Mecanismo Único de Resolução; RMIF – Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014; RRCCP – Regulamento (UE) n.º 2021/23 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Dezembro de 2020; USD – Dólar americano.

I. Introdução¹

1. Objecto da análise

No final do ano de 2020 foi aprovado o novo regime europeu de resolução de contrapartes centrais (CCP). Esta aprovação seguiu-se

¹ Corresponde ao relatório elaborado para o Seminário de Investigação de Direito dos Valores Mobiliários, no âmbito do curso de Doutoramento em Ciências Jurídico-Económicas, na especialidade de Direito Financeiro e Económico Global, submetido a avaliação no dia 31 de agosto de 2021. O autor escreve segundo a antiga ortografia.

a vários anos de discussão das propostas existentes em torno da matéria, em virtude da importância que as CCP assumiram no mercado após a eclosão da crise financeira mundial de 2007. De entre as várias perspectivas que resultaram dessa crise, a presente análise centra-se nos riscos e fragilidades que foram identificados como estando então inerentes ao mercado dos derivados de balcão. Isto porque após uma intensa conjugação de esforços entre organizações internacionais, governos e supervisores no sentido de melhorar a regulação incidente sobre o sector, a reforma daí resultante acabou por confiar às CCP um papel de relevo na nova infraestrutura do mercado.

Tendo em conta as características inerentes tanto às CCP como ao mercado dos derivados de balcão, a missão de assegurar a solidez e a estabilidade do mercado que foi atribuída àquelas centra-se em grande medida ao nível do cumprimento das tarefas de compensação e de liquidação desses instrumentos financeiros. É esta a solução que resulta do *European Market Infrastructure Regulation* aprovado neste contexto, e que confere às CCP as atribuições necessárias para reduzirem o risco de contraparte e o risco sistémico nesse mercado através das referidas tarefas, de onde se destaca a regra geral da obrigatoriedade de compensação centralizada de derivados de balcão.

Ainda assim, mesmo um bem-sucedido desempenho das tarefas que lhes estão atribuídas não possibilita às CCP eliminarem os riscos que estão inerentes a esse mercado, na medida em que a sua missão será sobretudo a de realocar esses riscos. O que leva à seguinte questão: o que acontece à estabilidade do mercado na eventualidade de uma CCP se encontrar impedida de cumprir com as obrigações a que está vinculada? É certo que se tratam de ocorrências raras; porém, ao longo das últimas décadas, já várias CCP enfrentaram semelhante desafio.

Em virtude do que resulta dos parágrafos anteriores, os principais propósitos subjacentes à presente análise são os de (i) analisar o actual papel desempenhado pelas CCP no mercado dos derivados de balcão e as vias através das quais estas podem assegurar uma maior estabilidade ao mercado, e de (ii) analisar criticamente

o recém-aprovado regime europeu de resolução de CCP, de forma a identificar as suas regras de funcionamento e a questionar se estas salvaguardam devidamente o mercado e os seus intervenientes perante a hipotética insolvência de uma CCP.

2. Método de análise e sistematização

Para concretizar os objectivos supra indicados a presente análise repousará sobre a revisão da literatura existente sobre o tema e sobre a recolha e análise de dados empíricos relevantes.

No capítulo II iniciar-se-á a análise através do aprofundamento da figura das CCP, tendo em vista a delimitação da sua natureza jurídica e das suas principais atribuições, para de seguida se estabelecer uma ligação entre as mesmas e o mercado dos derivados de balcão. As características deste mercado e dos respectivos instrumentos financeiros serão também escalpelizados, tendo em vista apresentar os termos da actual infraestrutura do mesmo e o papel de relevo nela desempenhado pelas CCP.

No capítulo III será atribuído algum pendor empírico à presente análise através da identificação dos casos históricos de insolvência e de quase-insolvência de CCP, tendo em vista não só demonstrar a importância da existência de um regime jurídico que acautele devidamente estas ocorrências, como também analisar as causas que originaram essas situações.

Neste seguimento, o capítulo IV estará centrado na discussão que antecedeu a aprovação do novo regime europeu de resolução de CCP e nos seus termos. A partir daqui será feita uma exposição das suas regras, bem como uma análise crítica das mesmas. É certo que a principal limitação com que a presente análise se depara é a relativa escassez de outros contributos relacionados com o novo regime europeu de resolução de CCP, em virtude do carácter recente da sua aprovação. Porém, as demais fontes analisadas permitem desde já apontar alguns aspectos da proposta que devem ser seguidos com atenção no futuro.

II. As contrapartes centrais no âmbito do mercado dos derivados de balcão

1. As contrapartes centrais

Como ponto de partida para a presente análise afigura-se essencial tecer algumas considerações sobre a definição de CCP.

Começando pela sua natureza jurídica, as CCP podem ser qualificadas como uma infraestrutura de mercado. Conforme definido pelo *Bank for International Settlements* (BIS), por infraestrutura de mercado deve entender-se “*um sistema multilateral entre instituições participantes, incluindo o operador do sistema, utilizado para as finalidades de compensação, liquidação ou registo de pagamentos, valores mobiliários ou outras transacções financeiras*”². Integram-se nesta categoria diversas entidades: os sistemas de pagamentos, as centrais de valores mobiliários, os sistemas de liquidação de valores mobiliários, os repositórios de transacções e, conforme já referido, as CCP. O traço comum a todas estas entidades é o de fornecerem aos seus participantes³ a centralização das funções que lhes estão inerentes, nomeadamente os serviços de compensação, de liquidação e de registo, tendo por base regras e procedimentos aplicáveis a todas aquelas entidades que permitam atingir um maior grau de eficiência no funcionamento do mercado e que acarretem menos riscos para o seu funcionamento.

O artigo 2.º 1) do Regulamento Europeu de Infraestruturas de Mercado⁴ (EMIR) estabelece a seguinte definição de CCP: “*uma pessoa coletiva que se interpõe entre as contrapartes em contratos*

² BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – Principles for financial market infrastructures. 2012, p. 7

³ Qualificando-se como participante qualquer entidade que aceda directamente aos serviços prestados pelas infraestruturas de mercado. Neste âmbito, é interessante chamar à atenção a distinção existente entre participantes directos e participantes indirectos, acedendo estes últimos aos serviços em questão por via das entidades com acesso directo. Neste sentido, ver o artigo 2.º d. e e. do *Financial Market Infrastructure Act* de 19 de Junho de 2015, aprovado pela Assembleia Federal da Confederação Helvética.

⁴ Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012.

negociados num ou mais mercados financeiros, agindo como comprador perante todos os vendedores e como vendedor perante todos os compradores". Por outras palavras, tudo se passa como se as partes contratantes estivessem a negociar directamente com a CCP e não entre si. Conforme resumido por CÂMARA⁵, a contraparte central apresenta-se "*como contraparte exclusiva dos participantes do sistema (...) figurando como adquirente relativamente a cada vendedor e vendedora em relação a cada adquirente*". Em termos jurídicos, esta interposição da contraparte central pode surgir por diversas vias, nomeadamente pela novação no âmbito de um negócio jurídico⁶ ou por via de uma transacção realizada por via de oferta aberta⁷.

Esta função pode ser desempenhada de forma relevante no âmbito de uma relação contratual com apenas duas partes, ainda que quanto mais complexa forem as relações jurídicas em causa maior poderá a sua relevância: em vez de existirem cinco compradores a falar com cinco vendedores, a actuação da contraparte central retiraria complexidade à execução desse contrato, pois representaria à vez ora todos os compradores ora todos os vendedores⁸. Daqui decorre que as CCP são entidades cujo principal propósito no mercado é o de reduzir os riscos decorrentes do potencial incumprimento das contrapartes no âmbito de uma relação contratual. Caso uma das partes incumpra com as suas obrigações contratuais, será a própria CCP a assegurar o cumprimento dessa obrigação através dos seus procedimentos previstos para o efeito e, se necessário, através dos seus próprios recursos, conforme se analisará infra.

⁵ CÂMARA, Paulo – Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Almedina, 4.^a Edição, 2018, p. 585.

⁶ Tomando por base o Código Civil, estaria aqui em causa uma novação subjectiva, nos termos do artigo 858.º.

⁷ "*Em uma oferta aberta, a CPC é automática e imediatamente interposta na transacção no momento em que o comprador e o vendedor concordam com os termos do negócio. Em uma oferta aberta, se todas as condições pré-acordadas são atendidas, não há relacionamento contratual entre o vendedor e o comprador*". BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – Recomendações para contrapartes centrais. 2004, p. 14.

⁸ THE GIOVANNINI GROUP – Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. 2001, p. 4.

2. Enquadramento histórico

Historicamente, as CCP começaram por cumprir as suas funções essencialmente no âmbito de bolsas onde existia a negociação de instrumentos financeiros derivados. Numa fase inicial, o cumprimento das tarefas de compensação e liquidação era atribuído a câmaras de compensação integradas na própria organização do mercado organizado em que essas transacções eram realizadas⁹. Com o passar dos anos, estas infraestruturas de mercado registaram vários e importantes desenvolvimentos. Não só ao nível da sua autonomização, assumindo-se hoje em muitos casos as CCP como entidades independentes, como também através da sua expansão para outros sectores além de mercados organizados de derivados: por exemplo, bolsas e sistemas de negociação de outros valores mobiliários e, com maior relevo nos últimos anos, na negociação de derivados de balcão¹⁰ – a qual corporiza o objecto da presente análise.

As origens das CCP têm vindo a ser traçadas até ao século XIX. Terão surgido na Europa, nos mercados do grão e do café¹¹, para ainda nesse século se estenderem de forma mais abrangente para os mercados de obrigações, acções, futuros e opções, tanto na Europa como nos Estados Unidos da América (EUA)¹². No caso americano, tome-se como exemplo a criação da primeira *clearing house*¹³ pela

⁹ RUSSO, Daniela; HART, Terry L.; SCHÖNENBERGER, Andreas – The evolution of clearing and central counterparty services for Exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison. Occasional Paper Series No. 5, European Central Bank, 2002, p. 12.

¹⁰ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2004), p. 1.

¹¹ KROSZNER, Randall S. – Central counterparty clearing: History, innovation, and regulation. Federal Reserve Bank of Chicago, European Central Bank, Issues Related to Central Counterparty Clearing, Frankfurt, Germany, April 3–4, 2006, p. 38.

¹² REHLON, Amandeep; NIXON, Dan – Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?. Quarterly Bulletin, Bank of England, 2 (2013), p. 148.

¹³ As *clearing houses* (ou câmaras de compensação) poderão ou não reconduzir-se ao conceito já desenvolvido de CCP. A esse respeito, tenha-se em conta a distinção que foi apresentada na Directiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Maio de 1998 relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários: enquanto na alínea c) do artigo 2.º se definiu CCP como “*uma entidade intermediária entre as instituições de um sistema e que actua como contraparte exclusiva*”

Chicago Board of Trade (CBOT), em 1883¹⁴. Nas suas primeiras décadas de existência, esta *clearing house* não preenchia de forma completa todas as atribuições das CCP já analisadas: o seu principal objectivo não era a redução dos riscos de incumprimento de contraparte, mas apenas a redução dos custos de transacção a serem suportados pelos seus membros, assumindo para esse efeito o cálculo global das respectivas obrigações. No caso de ocorrência de um incumprimento, a *clearing house* não desempenharia nenhum papel directo ao nível do cumprimento das obrigações incumpridas e da absorção das potenciais perdas dos seus membros. Por estes motivos, KROSZNER sustentou que apenas em 1925 é que surgiu uma verdadeira CCP no âmbito da CBOT, com a criação da *Board of Trade Clearing Corporation* (BOTCC). Apenas os membros desta CCP poderiam aceder aos seus serviços, sendo que todos os membros tinham de ser accionistas desta entidade. Caso ocorresse um incumprimento por parte de um dos seus membros, em última linha o próprio capital da CCP poderia ser chamado no âmbito das operações de liquidação.

Estes recursos das CCP são a pedra de toque que conduz à mutualização do risco por si operada: por via de regra, todas as instituições que recorrem aos serviços prestados pelas CCP – os seus membros – são chamadas a pagar uma contribuição para o “*fundo de incumprimento*”¹⁵. Caso os procedimentos da CCP aplicáveis no caso de incumprimento de um dos seus membros não permitam a regularização integral das suas obrigações, estas serão cumpridas com recurso a esse *fundo de incumprimento* comum: o credor não será assim prejudicado pelo incumprimento da sua contraparte, através da solução fornecida por este mecanismo de mutualização de risco¹⁶.

dessas instituições no que respeita às suas ordens de transferência”, na alínea e) definiu-se câmara de compensação como “*uma entidade incumbida do cálculo das posições líquidas das instituições, uma eventual contraparte central e/ou um eventual agente de liquidação*”.

¹⁴ KROSZNER (2006), p. 38.

¹⁵ REHLON, NIXON (2013), p. 151.

¹⁶ Tal como reconhecido no considerando 85 do Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013: “*Um fundo de proteção de uma*

Em termos práticos, tudo se passará da seguinte forma: se a contraparte *A* se comprometer a entregar um determinado instrumento financeiro a *B*, ao passo que *B* irá entregar a *A* o respectivo pagamento, a interposição de uma contraparte central (*C*) nesta relação contratual irá conduzir a que cada uma das partes cumpra a sua obrigação perante esta entidade: tanto o instrumento financeiro como o pagamento serão entregues a *C* por *A* e *B*, respectivamente; paralelamente, *C* irá cumprir com as respectivas contraprestações perante cada uma das partes. Daqui decorre que mesmo em caso de incumprimento de uma das partes, a contraparte cumpridora não sairá prejudicada. Exemplificando: se *A* entregar o instrumento financeiro a *C*, mas *B* não entregar o respectivo pagamento, ainda assim *C* irá cumprir a obrigação por si assumida e canalizar os fundos para *A*.

Existem dois motivos principais que permitem explicar o porquê de os membros das CCP aceitarem contribuir para esse fundo comum, quando este pode ser canalizado para compensar as situações criadas por outros membros incumpridores. Primeiro, o facto de os membros saberem que a sua participação numa CCP os pode colocar a salvo de incumprimentos que os prejudiquem directamente a si. Por outro lado, porque os incumprimentos que afectem directamente outros membros os poderem afectar também a si de forma indirecta: outro membro que fique prejudicado com o incumprimento da sua contraparte pode ficar, em consequência, numa situação financeira frágil; essa fragilidade pode ditar o incumprimento das suas obrigações ao abrigo de outros contratos, colocando as suas contrapartes em situação semelhante, e assim sucessiva-

CCP é um mecanismo que permite a partilha (mutualização) de perdas entre os membros compensadores da CCP. É utilizado caso as perdas sofridas pela CCP na sequência do incumprimento de um membro compensador sejam superiores às margens e às contribuições para o fundo de proteção prestadas por esse membro e a qualquer outra cobertura que a CCP possa utilizar antes de recorrer às contribuições para o fundo de proteção dos restantes membros compensadores. À luz do que precede, o risco de perda associado a posições em risco decorrentes das contribuições para o fundo de proteção é maior do que o associado a riscos comerciais. Assim, este tipo de posições em risco deverá ser sujeito a um requisito de fundos próprios mais elevado”.

mente. Este risco sistémico pode assim também ser mitigado pelas CCP.

O papel desempenhado pelas CCP traz assim efeitos benéficos para o mercado. Na medida em que estas entidades assumem em nome próprio os riscos de crédito e de liquidez que originalmente impediam sobre as contrapartes nos negócios nos quais se inter põem¹⁷, as CCP assumem-se como um verdadeiro garante de cumprimento. Esta importante função não só possibilita uma gestão mais eficiente dos riscos no mercado, como por essa via também permite a existência de ganhos de liquidez¹⁸. Sendo de constatar que, tendencialmente, quanto maior for o número de participantes num determinado mercado a contarem com a interposição de uma CCP nas transacções em que participam, estes efeitos positivos far-se-ão sentir de forma mais intensa no mercado, nomeadamente em virtude do efeito de *netting*¹⁹ – o qual será objecto de melhor concretização infra. É a esta luz que tem de ser compreendido o princípio geral estabelecido para a actuação destas entidades pelo artigo 260.º n. 1 do Código dos Valores Mobiliários (CVM): “*a contraparte central deve adotar medidas adequadas à prevenção e gestão dos riscos, nomeadamente de crédito, de liquidez e operacionais, bem como medidas adequadas ao bom funcionamento dos mecanismos adotados e à proteção dos mercados*”.

Estas considerações sobre o esquema operacional das CCP conduzem assim à seguinte frase lapidar: *as CCP não fazem desaparecer o risco, apenas o realocam*²⁰.

¹⁷ BANCO CENTRAL EUROPEU – Central counterparty clearing houses and financial stability. Financial Stability Review, December, 2005, p. 178.

¹⁸ TEIXEIRA, Maria Emília – O Contrato de Swap: o credit default swap e o seguro de crédito. Almedina, 2017, p. 216.

¹⁹ “*O netting envolve a compensação de obrigações entre parceiros comerciais ou participantes. As CCP costumam compensar bilateralmente suas obrigações com cada participante. Esta rede reduz o número e valor das entregas e pagamentos necessários para liquidar um conjunto de transacções e reduz significativamente as potenciais perdas para a CCP no caso de incumprimento de um participante*”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2004), p. 1.

²⁰ PIRRONG, Craig – The Economics of Central Clearing: Theory and Practice. Discussion Papers Series Number One, International Swaps and Derivatives Association, 2011, p. 10.

3. Os instrumentos financeiros derivados

Considerando que tanto o ponto de partida – o surgimento inicial das CCP em mercados regulamentados de negociação de derivados – como o ponto de chegada – a actual infraestrutura do mercado europeu de derivados de balcão – da presente análise, impõe-se neste momento que sejam tecidas algumas considerações tendo em vista aprofundar o conceito de instrumentos financeiros derivados.

Resulta da conjugação das disposições relevantes²¹ da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II) e 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 (RMIF) que estão em causa instrumentos financeiros²² negociáveis nos mercados de capitais que confirmam o direito à compra ou venda desses instrumentos financeiros ou que deem origem a uma liquidação em dinheiro, determinada por referência a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendimento, mercadorias ou outros índices ou indicadores²³.

Numa primeira abordagem, ASCENSÃO²⁴ indica que “*estes instrumentos designam-se derivados porque se estruturam por referência a uma realidade primária, que está sujeita a oscilação financeira. A esta realidade sujeita a risco chama a lei o activo subjacente*”.

²¹ Esta delimitação conceptual resulta da conjugação dos artigos 4.º n.º1 ponto 44 alínea c) e ponto 49 da DMIF II e do artigo 2.º n.º1 ponto 29 do RMIF. Refira-se a este respeito que o Legislador europeu redigiu estas normas de forma algo confusa: a uma primeira remissão da DMIF II para a RMIF segue-se uma nova remissão em sentido inverso.

²² Esta qualificação decorre directamente da letra do artigo 4.º n.º 1 15) da DMIF II.

²³ Acrescente-se ainda a definição de derivado que o Supremo Tribunal de Justiça apresentou no Acórdão proferido no dia 11 de Fevereiro de 2015 relativamente ao processo n.º 309/11.8TVLSB.L1.S1: “No direito financeiro designam-se instrumentos derivados, ou simplesmente derivados, os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo cujo valor resulta de outros valores: os valores de base

²⁴ ASCENSÃO, José de Oliveira – Derivados. Instituto dos Valores Mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários, IV (2003), p. 49.

Nas palavras de CÂMARA²⁵, estes instrumentos financeiros reconduzem-se a “*contratos cujo valor se encontra dependente de outro activo (financeiro ou não-financeiro), índice ou medida de valor económico*” que “*estruturam transacções a prazo, ao implicar a vinculação jurídica a prestações que devem ser cumpridas em momento diferido ao da sua celebração inicial*” e que “*envolvem uma técnica de derivação ao exporem as partes aos riscos ou benefícios inerentes a outro activo, índice ou medida de valor económico*”.

Neste contexto, CORDEIRO²⁶ sublinha que “*é este desfasamento temporal que leva a Ciência económico-financeira a afirmar que o valor ou a remuneração de cada derivado é calculado tendo por base o valor atribuído, num determinado momento, a um bem associado*”.

Articulado este desenvolvimento conceptual com o disposto no Anexo I²⁷ da DMIF II encontra-se a identificação dos concretos instrumentos financeiros reconduzíveis a esta tipologia, de onde se destacam as opções²⁸, os futuros²⁹ e os *swaps*³⁰ – podendo qualquer um deles ter por referência valores mobiliários, divisas, taxa de juro, entre outras possibilidades. Esta qualificação é espelhada

²⁵ CÂMARA (2018), 205-206.

²⁶ CORDEIRO, A. Barreto Menezes – Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Almedina, 2.ª Edição, 2018, p. 215.

²⁷ Secção C pontos 4 a 10.

²⁸ “*Contrato de opção é a convenção mediante a qual, uma das partes (concedente) emite a favor da outra (optante) uma declaração negocial, que se consubstancia numa proposta contratual irrevogável referida a um certo contrato (principal), fazendo nascer, nesta última, o direito potestativo de decidir unilateralmente sobre a conclusão ou não do mesmo*”. FONSECA, Tiago Soares da – Do contrato de opção: esboço de uma teoria geral. Lex, 2001, p. 95.

²⁹ “*À semelhança de larga parte dos instrumentos financeiros derivados, os contratos de futuros recebem uma configuração geminada. Os futuros podem ser diferenciais, dando direito ao recebimento da diferença entre o valor inicial de um bem e o seu valor em data posterior, ou implicar a entrega do bem em data futura*”. CÂMARA (2018), p. 210.

³⁰ No Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça no dia 22 de Junho de 2017 no âmbito do processo n.º 40/11.6TVLSB.L2.S1, os *swaps* foram definidos como “*contratos gizados com a função de servir como meio de gestão de ativos e passivos das empresas e outras instituições, mediante os quais as partes contratantes se comprometem a trocar, entre si, fluxos de tesouraria, durante determinado período acordado, nomeadamente sobre taxas de juros, ações, obrigações, divisas, matérias-primas, mercadorias e outros ativos ou passivos financeiros compatíveis com esse tipo contratual*”.

pela legislação nacional através do disposto no artigo 2.º n.º 1 alínea e) do CVM.

Delimitado o conceito *chapéu*, refira-se ainda que os derivados se subdividem em duas categorias distintas: os derivados de mercado (*ETD derivatives*) e os derivados de balcão (*OTC derivatives*). A distinção fundamental entre estes conceitos reside no facto de os primeiros serem negociados num mercado regulamentado³¹. No entendimento de ANTUNES³², “os derivados de mercado organizado correspondem a contratos padronizados (assentes em condições contratuais gerais elaboradas pela entidade gestora do mercado e aprovadas pelas autoridades de supervisão), de estrutura plurilateral complexa (que contam necessariamente com a intervenção da entidade gestora do mercado como contraparte central, além dos intermediários financeiros e clientes ou investidores), e negociados de forma massificada em mercado regulamentado (dispondo de oferta permanente no mercado, além de sistema informático de negociação e câmara de compensação próprios): tal é o caso típico dos futuros e das opções padronizadas”. Neste seguimento, ASCENSÃO concluiu “que nestes tudo resulta da celebração de negócios unilaterais e não de contratos”³³.

Por outro lado, os derivados de balcão são negociados de forma autónoma entre as partes³⁴, sem com isso perderem a natureza de

³¹ O artigo 2.º n.º1 ponto 32 do RMIF define derivado de balcão como “*um derivado negociado num mercado regulamentado*”. Já o artigo 4.º n.º1 ponto 21 da DMIF II qualifica como mercado regulamentado “*um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas*”.

³² ANTUNES, José Engrácia – Os Instrumentos Financeiros. Almedina, 3.ª Edição revista e actualizada, 2017, pp. 195-196.

³³ ASCENSÃO (2003), p. 63.

³⁴ O artigo 2.º ponto 7 do EMIR define mercado de balcão como “*um contrato cuja execução não tenha lugar num mercado regulamentado*”.

instrumentos financeiros³⁵. Um dos principais factores que explica o interesse dos investidores pela negociação de derivados de balcão prende-se com o facto de estes produtos poderem ser contratualmente desenhados de forma a irem ao encontro das pretensões de cada um dos investidores envolvidos³⁶, contrariamente ao que sucederia no caso dos derivados de mercado, cujas características são iguais perante todos os investidores. Por este motivo, podem estar inerentes a estes derivados tanto funções de cobertura de risco³⁷, de arbitragem ou de investimento³⁸. Pode-se assim concluir que “os derivados de balcão são contratos, no mais puro sentido no termo³⁹”.

Esta última consideração não é afectada pela existência de diversos modelos contratuais que podem servir de base à celebração de contratos de derivados, nomeadamente de *swaps*⁴⁰, cujo volume

³⁵ Ainda que, de acordo com o entendimento de CORDEIRO, esta situação possa implicar desafios acrescidos para a obtenção de uma definição material da figura dos instrumentos financeiros: “a aparente inclusão dos derivados de balcão, ou seja, derivados negociados individualmente e fora de mercados regulamentados, na segunda categoria de instrumentos financeiros, parece impossibilitar qualquer preenchimento material, na medida em que afasta do núcleo identificador da figura, as três características principais dos valores mobiliários: documento, homogeneidade e negociabilidade em mercados regulamentados”. CORDEIRO, (2018) p. 145.

³⁶ HULL, John – OTC derivatives and central clearing: can all transactions be cleared? Financial Stability Review No. 14, Banque de France, 2010, p. 72

³⁷ “Esta função de garantia de riscos é muito clara em certas operações. Assim, o titular de uma carteira de valores mobiliários pode prevenir os riscos de uma evolução desfavorável através da celebração de contratos de futuros que previnam ou limitem as hipóteses de uma evolução desfavorável.

Da mesma forma, aquele que tem uma dívida em dólares pode, através da utilização de derivados, prevenir-se contra uma evolução desfavorável das cotações, de modo a prevenir situações críticas na altura do pagamento”. Ainda assim, “no plano subjectivo, há uma componente de especulação, de que não se pode abstrair. E há mesmo os casos em que tudo se resume a pura especulação”. ASCENSÃO, (2003), p. 45.

³⁸ CÂMARA (2018), p. 207.

³⁹ CORDEIRO, (2018), p. 224.

⁴⁰ Tome-se como exemplo o papel desempenhado pela *International Swaps and Derivatives Association* no desenvolvimento do *Master Agreement* cujas cláusulas *standard* podem servir de base à negociação de derivado. Ao nível europeu também é possível encontrar modelos semelhantes, sendo de referir a título de exemplo o *Contrato Marco de Operaciones Financieras* desenvolvido pela *Asociación Española de Banca*.

de utilização no mercado não é de todo despidendo. Mesmo sendo de reconhecer que a utilização generalizada destes modelos contratuais no mercado de derivados de balcão pode de certo modo limitar a liberdade contratual das partes, não a elimina, na medida em que as partes continuam a ter a possibilidade de moldar os termos contratuais à *sua medida*⁴¹ e ao arrepio das disposições standard⁴². Recorrendo novamente a ANTUNES⁴³, “*são ainda contratos de estrutura tipicamente bilateral no sentido em que possuem apenas como partes os investidores: todavia, tal não exclui a intervenção de intermediários financeiros especializados, a qual se tornou até frequente, seja no papel de mediador colocando em contacto as respectivas partes contratantes, seja directamente no papel de contraparte contratual. Enfim, trata-se de contratos negociados e executados caso a caso fora de um mercado regulamentado ou organizado, o que não exclui todavia, a existência de sistemas negociais e legais de compensação*”.

4. A crise financeira mundial de 2007 e a sua relevância no mercado dos derivados de balcão

Nas últimas décadas as funções desempenhadas pelas CCP tornaram-se particularmente relevantes para o mercado dos instrumentos financeiros derivados de balcão, ao nível da redução tanto do risco de contraparte existente em cada transacção, como do risco sistémico decorrente da globalidade das transacções. Desde o século XIX até à actualidade as CCP têm paulatinamente vindo a ganhar uma cada vez maior importância no âmbito do sistema financeiro:

⁴¹ Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça no dia 11 de Fevereiro de 2015 no âmbito do processo n.º 309/11.8TVLSB.L1.S1: *São negociados “over the counter” (em mercados de balcão, ou não organizados) sem intermediários sendo formatados casuisticamente (“tailor made”)*.

⁴² Tendo em conta os modelos citados, isso poderá ocorrer através do preenchimento do *Schedule* no caso do *Master Agreement* ou do Anexo I no caso do *Contrato Marco de Operaciones Financieras*.

⁴³ ANTUNES (2017), p. 197.

desde simples instituições destinadas a reduzir custos de transacção dos intervenientes no mercado, transformaram-se em infraestruturas de mercado qualificadas por PIRRONG⁴⁴ como essenciais para a mitigação dos riscos de incumprimento de contraparte e, em última análise, adquiriram uma relevância macro prudencial ao nível da manutenção da solidez e confiança do sistema em períodos de maior instabilidade financeira, transformando-se em instituições sistemicamente importantes.

Importa assim compreender porque motivo é que entre o século XIX e o início do século XXI as CCP passaram de inovadoras infraestruturas do mercado do grão e do café para verdadeiros garantes da solidez e estabilidade do mercado de derivados de balcão, cujo valor nocional global perfazia um valor de 640 mil biliões de Dólares americanos (USD) no final de Junho de 2019⁴⁵.

Em parte, esta alteração do paradigma das CCP está associada às próprias mudanças registadas no mercado de derivados a nível internacional nas últimas décadas do século XX. De acordo com a análise de TEIXEIRA⁴⁶, os instrumentos financeiros derivados beneficiaram da cada vez mais acelerada inovação tecnológica para se tornarem eles próprios também cada vez mais complexos e adaptados ao novo ambiente do mercado. Paulatinamente os produtos derivados mais tradicionais como os *swaps* de taxa de juro ou de câmbio passaram a repartir o mercado com instrumentos financeiros da mesma natureza ligados aos mais diversos indicadores, como, por exemplo, o próprio estado do clima. Por esse motivo, esta indústria deixou de assentar as suas bases no desempenho especializado de economistas e juristas para recrutar cérebros das áreas da matemática e da física. Tudo isto levou esta autora a afirmar que esta “*convergência de esforços permitiu conceber armas do sistema financeiro que tinham como alvo a estabilidade e o equilíbrio deste*”. Esta ideia

⁴⁴ PIRRONG (2011), p. 11.

⁴⁵ Disponível em: https://www.bis.org/publ/otc_hy1911.pdf [consultado pela última vez no dia 29 de Agosto de 2021].

⁴⁶ TEIXEIRA (2017), p. 88.

não pode ser desligada da famosa afirmação de BUFFET⁴⁷, quando no ano de 2003 qualificou os derivados como sendo verdadeiras armas de destruição maciça para o sistema financeiro.

Todas estas *armas*, cada vez mais complexas e transacionadas a um ritmo cada vez mais acelerado, acabaram por deflagrar à vista de todo o mercado – e até, diga-se, de todo o mundo – na crise financeira internacional que em 2007 teve início nos EUA. Esta crise colocou a nu a forma como os riscos de contraparte e o risco sistémico se alimentavam mutuamente no âmbito do mercado de derivados de balcão, sem que reguladores e supervisores dispusessem das ferramentas necessárias para evitar – ou mesmo para conter – a propagação de intensas ondas de choque ao nível nacional e internacional⁴⁸. Com base nas lições aprendidas em 2007, ALLEN⁴⁹ identificou os seguintes três cenários de risco no mercado de derivados de balcão:

- i. a insolvência de uma instituição com um peso relevante no mercado de derivados pode desencadear perdas inesperadas para os seus parceiros, concretizando o risco de contraparte e criando por essa via constrangimentos para os restantes intervenientes no mercado;
- ii. caso surja junto das instituições activas no mercado de derivados o receio da ocorrência de cenários de insolvência de outros agentes, uma das consequências prováveis será a tentativa generalizada de redução da exposição a potenciais perdas deste tipo de produtos, o que pode gerar uma verdadeira *self-fulfilling prophecy* conducente à verificação de perdas e de insolvências;
- iii. a partir do momento em que o risco de contraparte se transforme num risco sistémico, será este último a avolumar as

⁴⁷ Disponível em: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>, p. 15 [consultado pela última vez no dia 29 de Agosto de 2021].

⁴⁸ THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU – Report. 2009, p. 25.

⁴⁹ ALLEN, Julia Lees – Derivatives Clearinghouses and Systemic Risk: A Bankruptcy and Dodd-Frank Analysis. *Stanford Law Review*, 64 (2012), p. 1085.

dificuldades financeiras das entidades participantes no mercado de derivados, eventualmente potenciando os níveis de incumprimento aí existentes, o que por outras palavras quer dizer um avolumar do risco de contraparte inicialmente considerado.

A crise financeira mundial iniciada em 2007 permitiu assim identificar a necessidade de serem encontradas formas de mitigar o risco de contraparte e o risco sistémico existentes no mercado dos derivados de balcão de forma a evitar a fragilização de todo o mercado em períodos de maior incerteza e fragilidade financeira. E as CCP acabaram por ser incluídas numa parte fundamental da resposta que foi dada a esta questão ao nível regulatório, através do papel que lhes foi atribuído em dois processos inerentes às transações de derivados: a compensação e a liquidação.

5. A infraestrutura do mercado europeu dos derivados de balcão no pós-crise

5.1. Antecedentes

Após a eclosão da crise financeira mundial, cedo os decisores europeus compreenderam a séria necessidade de serem realizadas reformas no mercado dos instrumentos financeiros derivados.

Ainda que a atenção dada a este mercado no rescaldo da crise possa conduzir à ideia de que a *manta de retalhos*⁵⁰ criada no mercado pela crescente negociação desregulada de derivados foi a causa primária desse período de instabilidade, importa ter algumas cautelas perante tal conclusão. Conforme já foi apontado, mesmo que esse mercado não existisse teria ainda assim ocorrido uma recessão económica a nível mundial causada pela conjugação de causas como

⁵⁰ SCHOEN, Edward J. – The 2007–2009 Financial Crisis: An Erosion of Ethics: A Case Study. *Journal of Business Ethics*, 146 (2017), p. 807.

a actuação das instituições financeiras na concessão de empréstimos aliada ao contexto regulatório e macroeconómico então registado⁵¹.

Não sendo a causa primária da crise, os derivados desempenharam ainda um papel chave na disseminação das fragilidades existentes no sistema financeiro para o todo da economia. Por um lado, fragilizando de forma sensível o grau de resiliência das instituições financeiras perante um cenário de crise, em consequência do crescente volume de derivados negociados entre si e do aumento das interconexões daí resultantes⁵². Por outro lado, expondo aos efeitos adversos decorrentes do funcionamento do mercado um leque mais alargado de agentes económicos⁵³. No seguimento destas considerações, não é despidendo referir a segunda metade do ano de 2008 marcou o primeiro momento em que o valor nocional dos derivados de balcão negociados ao nível mundial sofreu uma queda desde o início do registo destes dados, em 1998⁵⁴.

Começou assim um aprofundado processo de reflexão sobre os aspectos do mercado de derivados de balcão que potenciaram os efeitos da crise tendo em vista a reformulação da infraestrutura então existente. Um dos principais eixos em que assentou esse esforço foi no papel que as CCP podiam desempenhar no âmbito dos procedimentos de compensação e liquidação tendo em vista a mitigação do risco de contraparte e do risco sistémico que então assombravam o mercado. Considere-se neste âmbito o documento publicado no ano de 2009 que ficou conhecido como *Relatório Larosiére*, e que se debruçou sobre formas de melhorar a supervisão e a resiliência nos mercados financeiros europeus. Uma das recomendações constantes desse relatório dirigia-se precisamente à importância de passar a ser exigida a intervenção de CCP em algumas transacções de

⁵¹ HULL (2010), p. 73

⁵² MURPHY, David – OTC Derivatives: Bilateral Trading & Central Clearing. Global Financial Markets, 2013, p. 94

⁵³ HULL (2010), p. 73.

⁵⁴ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – OTC derivatives market activity in the second half of 2008. 2009, p. 1.

derivados⁵⁵. De forma conexa, tenha-se também presente a posição assumida nesse mesmo ano pelos membros do G20 na *Declaração de Pittsburgh*, que de forma decisiva estabeleceu que os derivados de balcão deveriam passar a ser compensados através de CCP até ao final do ano de 2012⁵⁶.

Outro importante passo rumo à revisão da infraestrutura do mercado dos instrumentos financeiros derivados foi dado com a apresentação em Novembro de 2011 daquele que ficou conhecido como o *1.º Relatório Giovaninni*⁵⁷. Esse relatório destacou as quatro fases essenciais⁵⁸ que compõem o procedimento de compensação e de liquidação de derivados: (i) a confirmação dos termos acordados entre as partes; (ii) a compensação mediante o cálculo das obrigações de cada uma das partes; a (iii) entrega dos instrumentos e dos valores necessários entre as partes; e (iv) o pagamento dos valores às partes que sejam credoras.

Considerando as suas funções tradicionais, as CCP poderiam desempenhar um importante papel em cada uma das quatro fases do procedimento de compensação e liquidação supra identificadas. Uma CCP, ao actuar na qualidade de vendedora perante todos os compradores e de compradora perante todos os vendedores, estará na posse de todos os elementos necessários para levar a cabo uma

⁵⁵ *Recommendation 8: Concerning securitised products and derivatives markets, the Group recommends to: – simplify and standardise over-the-counter derivatives; – introduce and require the use of at least one well-capitalised central clearing house for credit default swaps in the EU; – guarantee that issuers of securitised products retain on their books for the life of the instrument a meaningful amount of the underlying risk (non-hedged).* THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (2009). O Grupo foi presidido por Jacques de Larosière.

⁵⁶ Declaração dos Líderes Cúpula de Pittsburgh, Cimeira G20, Pittsburgh, 24-25 de setembro de 2009:

“Melhoria dos mercados de derivativos de balcão: Todos os contratos padronizados de derivativos de balcão devem ser negociados em bolsas de valores ou plataformas de negociação eletrônica, conforme seja o caso, e compensadas por meios de contrapartidas centrais até o final de 2012, no máximo. Os contratos de derivativos de balcão devem ser reportados aos repositórios de negociação e troca. Contratos não compensados de forma centralizada devem estar sujeitos a exigências mais altas de capital”.

⁵⁷ THE GIOVANNINI GROUP (2001).

⁵⁸ THE GIOVANNINI GROUP (2001), p. 4

apurada confirmação de todas as transacções de instrumentos financeiros derivados que fossem efectuadas com recurso aos seus serviços.

Após a confirmação, a CCP está igualmente em condições de calcular de forma eficaz o valor das obrigações assumidas pelos seus membros, inclusivamente através do já mencionado mecanismo de *netting*, através do qual a CCP pode compensar um valor devido por um membro numa determinada transacção com um valor devido a esse membro noutra operação – pois, recorde-se, a própria CCP substituiu os contratos bilaterais entre compradores e vendedores por contratos entre essas entidades e a própria CCP⁵⁹ –, tendo em vista atingir um valor de exposição líquida menor do que na hipótese de o cálculo ser realizado operação a operação⁶⁰. Uma das vias que permite às CCP efectuarem este processo de compensação de forma eficaz gira em torno da possibilidade de levarem a cabo um cálculo periódico das exposições dos seus membros de acordo a natureza dos instrumentos financeiros em causa e de acordo com o perfil de cada um dos investidores. Estes cálculos podem ser realizados diariamente ou mesmo várias vezes no mesmo dia, de forma a evitar a acumulação de exposições avultadas pelos seus membros⁶¹.

Na terceira fase, e de forma interligada com os cálculos de compensação, as CCP podem solicitar a entrega de garantias – *collateral* – aos seus membros, normalmente sob a forma de dinheiro ou de instrumentos financeiros, de acordo com o cálculo da sua exposição ao longo da duração das transacções⁶². De forma a dar cumprimento a esta atribuição, a CCP irá fazer solicitações de margem – *margin calls* – aos seus membros de acordo com o risco por si assumido em cada transacção. Estas margens podem ser solicitadas aquando da celebração da transacção – a *initial margin* – ou ao longo da sua execução, de acordo com a evolução da exposição associada – a *variation margin*. Em qualquer dos casos, o cálculo das

⁵⁹ PIRRONG (2011), p. 7.

⁶⁰ REHLON, NIXON (2013), p. 150.

⁶¹ REHLON, NIXON (2013), p. 150.

⁶² CARTER, Louise; COLE, Duke – Central Counterparty Margin Frameworks. Reserve Bank of Australia, Bulletin December (2017), pp. 85-87.

margens solicitadas pela CCP terá por base a estimativa das responsabilidades que poderão existir em cada transacção num cenário de incumprimento, de forma a que as garantias sejam suficientes para o cumprimento de todas as obrigações.

O objectivo associado a esta solicitação de garantias é o de a CCP assegurar que cada uma das partes numa transacção tenha contribuído com activos que garantam o cumprimento dos pagamentos que sejam devidos nos seus termos – quer nos prazos previstos em cada operação, quer no caso de ocorrer uma situação de incumprimento. Este procedimento é essencial em virtude da volatilidade da exposição das partes ao abrigo de uma transacção de instrumentos financeiros derivados, em que a atribuição dos papéis de credor-devedor não resulta directamente do contrato, mas sim das condições de mercado que lhe estão subjacentes. Nas palavras de ASCENSÃO⁶³, “*de facto, não basta a mera referência a outra realidade para caracterizar o derivado. O essencial é esse activo subjacente estar sujeito a oscilação financeira. Os derivados estruturam-se atendendo à variação de valor desse elemento de referência*”.

No caso da *initial margin*, o seu valor será calculado de acordo com a avaliação de risco que a CCP levar a cabo tendo em conta os contornos concretos da transacção e das partes envolvidas. Perante instrumentos financeiros derivados cujos termos assentem em preços mais voláteis ou que apresentem uma menor liquidez, a tendência será a de ser cobrado um valor mais elevado de *initial margin* que permita cobrir um maior volume de responsabilidades em caso de incumprimento⁶⁴.

Adicionalmente, as CCP podem solicitar o pagamento da *variation margin* destinado a acautelar exposições que se tenham agravado em virtude de alterações às condições de mercado relevantes durante a execução da transacção. Tal como analisado ao nível da compensação, as CCP realizarão os cálculos destinados a identificar tais exposições de acordo com os perfis de risco dos membros em

⁶³ ASCENSÃO (2003), p. 49.

⁶⁴ REHLON, NIXON (2013), p. 151.

causa, se necessário várias vezes ao dia⁶⁵. Os membros cujo valor de portfólio diminuiu em resultado dessas variações são chamados a entregar à CCP activos de valor equivalente a essa alteração no valor de mercado; no sentido contrário, a CCP estará obrigada a pagar àqueles membros cujo valor de portfólio tenha aumentado em valor equivalente a esse ganho de exposição⁶⁶.

5.2. O EMIR: a nova infraestrutura do mercado europeu

Conforme constatado por diversos autores, o EMIR foi um diploma legal europeu elaborado em virtude do circunstancialismo que contribuiu para a eclosão da crise financeira mundial, no seguimento da qual as Instituições viraram a sua atenção para a necessidade de limitar o risco sistémico associado ao mercado dos derivados de balcão⁶⁷. Um dos efeitos decorrentes da sua implementação identificados por ANTUNES⁶⁸ foi o de que partir da sua implementação *“os contratos derivados OTC padronizados passarão a ser objecto de compensação obrigatória através de contrapartes centrais, além da sua sujeição a regras especiais em sede da gestão do risco bilateral e do dever de comunicação a repositórios de transacções”*.

De facto, o EMIR foca a sua atenção de forma primordial nas matérias relativas à compensação e gestão de riscos ao nível dos contratos de derivados de balcão⁶⁹ celebrados por contrapartes financeiras e por contrapartes não financeiras estabelecidas na UE, bem como a derivados onde intervenham contrapartes oriundas de países terceiros que negociem com contrapartes europeias. Há assim que destacar de forma primordial a obrigação de compensação a que o EMIR sujeita as contrapartes financeiras e não financeiras que celebrem derivados de balcão; porém, há que referenciar

⁶⁵ REHLON, NIXON (2013), p. 151.

⁶⁶ PIRRONG (2011), p. 8.

⁶⁷ BARBOSA, Mafalda Miranda; GONÇALVES, José Luís – Instrumentos Financeiros. Gestlegal, 2020, p. 275.

⁶⁸ ANTUNES (2017), p. 197.

⁶⁹ Artigo 1.º n.º 1 do EMIR.

também a estipulação da obrigação de reporte dos contratos celebrados a um repositório de transacções⁷⁰ e a adopção de técnicas de atenuação de risco no âmbito dos contratos que não sejam sujeitos a compensação⁷¹.

O artigo 4.º n.º1 do EMIR sujeita à obrigação de compensação os contratos de derivados elegíveis que tenham sido celebrados (i) entre duas contrapartes financeiras⁷², (ii) entre duas contrapartes não financeiras⁷³ ou (iii) entre uma contraparte financeira e uma contraparte não financeira. Essencial para que esta obrigação seja aplicável é que ambas as contrapartes⁷⁴ excedam os limiares de

⁷⁰ Artigo 9.º do EMIR. O seu n.º 1 estabelece que *“as contrapartes e as CCPs devem assegurar que os elementos de todos os contratos de derivados que tenham celebrado, bem como qualquer eventual alteração ou cessação dos mesmos, sejam comunicados, nos termos dos n.ºs 1-A a 1-F, a um repositório de transacções registado nos termos do artigo 55.º ou reconhecido nos termos do artigo 77.º”*. A leitura do considerando 4 do Regulamento n.º 648/2012 ilustra bem a importância desta medida: *“os derivados do mercado de balcão («contratos de derivados OTC») são pouco transparentes, já que são contratos negociados de forma privada relativamente aos quais, normalmente, só as partes contratantes dispõem de informações. Criam uma complexa rede de interdependências que pode dificultar a identificação da natureza e do nível dos riscos envolvidos. A crise financeira veio demonstrar que essas características aumentam a incerteza em períodos de pressão sobre os mercados e, por conseguinte, provocam riscos para a estabilidade financeira”*.

⁷¹ Artigo 11.º do EMIR. Resulta deste artigo e das normas técnicas de regulamentação aprovadas pela Comissão sob proposta da ESMA (nos termos do n.º14 alínea a) através do Regulamento Delegado (UE) n.º 149/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012 e do Regulamento Delegado (UE) 2016/2251 da Comissão de 4 de Outubro de 2016 as seguintes técnicas de atenuação de riscos: (i) Confirmação atempada, (ii) reconciliação de carteiras, (iii) compressão de carteiras, (iv) identificação precoce e resolução de litígios entre as partes, (v) acompanhamento do saldo dos contratos vigentes e (vi) troca de garantias.

⁷² Nos termos do artigo 2.º ponto 8 do EMIR estão incluídas nesta categoria empresas de Investimento, instituições de crédito, seguradoras e organismos de investimento coletivo.

⁷³ Nos termos do artigo 2.º ponto 9 do EMIR será o caso de empresas estabelecidas na UE que não são Contrapartes Financeiras ou CCP.

⁷⁴ Na redacção original do Regulamento n.º 648/2012 este critério não se aplicava às contrapartes financeiras, que nos contratos celebrados entre si ficavam sujeitas ao cumprimento desta obrigação independentemente de qualquer ponderação ligada aos limiares de compensação. A actual solução resultou da aprovação do Regulamento (UE) n.º 2019/834 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de maio de 2019 (EMIR Refit), que alterou o artigo 4.º n.º1 alínea a) ponto i) do EMIR. A fundamentação encontra-se no seu considerando 7: *“certas contrapartes financeiras têm um volume de atividade nos mercados de*

compensação estabelecidos pela Comissão⁷⁵ sob proposta da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) ao abrigo do artigo 10.º n.º4 alínea b) do EMIR: mil milhões de euros em valor nocional bruto⁷⁶ de contratos de derivados de crédito ou de ações; três mil milhões de euros em valor nocional bruto de contratos de derivados de taxas de juro, de taxas de câmbio, de matérias-primas ou de contratos distintos dos anteriormente mencionados⁷⁷. Cada contraparte é responsável pelo cálculo periódico (de doze em doze meses) da sua posição média agregada em derivados de balcão, a qual será contraposta aos limiares de compensação que ditarão a sua classificação no âmbito do EMIR⁷⁸. Caso esse cálculo não seja realizado, as contrapartes em questão passarão a ter de cumprir com a obrigação de compensação.

O regime previsto no artigo 41.º do EMIR é essencial para compreender os termos em que funciona a mencionada obrigação de compensação. Nos termos do seu n.º1, *“as CCPs devem fixar, exigir e cobrar margens, que lhes permitam limitar as exposições em termos de crédito, aos seus membros compensadores”*. Estas margens constituirão assim valores que serão exigidos pelas CCP aos membros compensadores de acordo com as exposições que estes assumam nos derivados de balcão por si contratados, e que cuja cobrança pode assumir um carácter intradiário⁷⁹. O cumprimento desta obrigação

derivados OTC que é demasiado reduzido para representar um risco sistémico importante para o sistema financeiro e para a viabilidade económica da compensação centralizada. Essas contrapartes, geralmente referidas como pequenas contrapartes financeiras, deverão ficar isentas da obrigação de compensação, permanecendo contudo sujeitas à obrigação de troca de garantias para atenuar o risco sistémico”.

⁷⁵ Artigo 11.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 149/2013.

⁷⁶ *“Somatório bruto resultante da soma das posições líquidas”* de cada contraparte, conforme exposto no considerando 22 do Regulamento Delegado n.º 149/2013.

⁷⁷ O artigo 10.º n.º 3 do EMIR demonstra a sensibilidade deste regime à possível utilização de derivados de balcão pelas contrapartes não financeiras para finalidades de cobertura de riscos *“diretamente relacionados com a atividade comercial ou com a gestão de tesouraria da contraparte não financeira ou do grupo em causa”*, caso em que esses contratos não serão incluídos neste cálculo. Os critérios que devem ser tidos em conta para essa qualificação constam do artigo 10.º Regulamento Delegado (UE) n.º 149/2013.

⁷⁸ Artigos 4.º-A n.º1 e 10.º n.º1 do EMIR

⁷⁹ Artigo 41.º n.º3 do EMIR.

naturalmente pressupõe que as CCP monitorizem em permanência as condições de mercado⁸⁰ de acordo com os modelos de risco que tenham elaborado de acordo com as características dos contratos compensados junto de si⁸¹.

Recuperam-se agora dois conceitos já explorados neste capítulo: o de *initial margin* e o de *variation margin*. No âmbito do EMIR, a margem inicial é definida como “a margem constituída pela CCP para a cobertura de eventuais futuras exposições aos membros compensadores que depositam a margem”⁸² e a margem de variação como “a margem constituída ou depositada para refletir as exposições atuais resultantes de mudanças reais nos preços de mercado”⁸³.

É de salientar que para a cobrança da margem inicial relativa a derivados de balcão as CCP devem observar um intervalo de confiança⁸⁴ de 99,5%⁸⁵. Nesse momento inicial, os valores a serem pagos pelos membros compensadores a este título deverão ser aptos a cobrirem as exposições calculadas por referência ao histórico dos instrumentos financeiros em questão⁸⁶. Quanto ao horizonte temporal do pagamento de margens, para garantir a salvaguarda das CCP é essencial que o período de liquidação⁸⁷ seja o mais curto pos-

⁸⁰ Artigo 42.º n.º 1 do EMIR, parte final.

⁸¹ Artigo 42.º n.º 2 do EMIR.

⁸² Artigo 1.º ponto 5 do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012.

⁸³ Artigo 1.º ponto 6 do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013.

⁸⁴ Corresponde à “percentagem de movimentos respeitantes a todas as exposições de cada instrumento financeiro, apurada com referência a um período de retrospeção específico, que uma CCP tem de cobrir durante um determinado período de liquidação”, conforme decorre do artigo 1.º ponto 2 do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013.

⁸⁵ Artigo 24.º n.º 1 alínea a) do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013

⁸⁶ Este cálculo incidente sobre a volatilidade histórica deve abranger pelo menos os dados relativos aos doze meses anteriores, por aplicação do artigo 25.º n.º 1 do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013. Nos termos do n.º 3 desta norma, caso ainda não existam tais dados históricos o cálculo deverá basear-se em “pressupostos prudentes”.

⁸⁷ Definido como “o período utilizado para o cálculo das margens que a CCP estima necessárias para gerir a sua exposição ao incumprimento de um membro e durante o qual se encontra exposta ao risco de mercado relacionado com a gestão das posições do insolvente” pelo artigo 1.º ponto 8 do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013.

sível, sendo que o prazo indicado para os derivados de balcão é de cinco dias úteis⁸⁸.

Será por via da aplicação destas regras e procedimentos que as CCP poderão almejar o cumprimento do objectivo estabelecido no artigo 41.º n.º 1 do EMIR: *“as margens devem igualmente ser suficientes para cobrir as perdas resultantes de pelo menos 99 % dos movimentos respeitantes a todas as exposições num horizonte temporal adequado e para assegurar que a CCP garanta integralmente as suas exposições perante todos os seus membros compensadores”*.

Não se pode dar por encerrado o presente ponto sem analisar um dos mecanismos essenciais para o papel a ser desempenhado pelas CCP ao nível da mutualização do risco entre os participantes no mercado dos derivados de balcão: o fundo de incumprimento, designado como fundo de protecção no artigo 42.º do EMIR. Cada CCP que actue sob este regime deve *“manter um fundo de protecção pré-financiado para a cobertura de perdas que excedam as perdas a cobrir pelos requisitos de margens estabelecidos no artigo 41.º, decorrentes de situações de incumprimento, incluindo a abertura de processos de insolvência, de um ou mais membros compensadores”*⁸⁹.

O financiamento desse fundo tem por base as contribuições a serem pagas pelos membros compensadores de acordo com os seus níveis de exposição ao risco⁹⁰. Considerando que o objectivo último deste fundo de protecção é o de permitir *“à CCP suportar, em condições de mercado extremas, mas realistas, a insolvência do membro compensador em relação ao qual tenha as maiores exposições ou do segundo e terceiro membros compensadores em relação aos quais tenha as maiores exposições, se o total destas exposições for mais elevado”*, deverá ser estabelecido um valor mínimo abaixo do qual nunca se possa situar a liquidez do fundo⁹¹. Para a defini-

⁸⁸ Conforme decorre da alínea a) do n.º 1 do artigo 26.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013. Este prazo deve ser considerando juntamente com *“as características do instrumento financeiro compensado, do tipo de conta em que o instrumento é detido, do mercado em que é comercializado”*.

⁸⁹ Artigo 42.º n.º 1 do EMIR.

⁹⁰ Artigo 42.º n.º 2 do EMIR.

⁹¹ Artigo 42.º n.º 1 e 3 do EMIR.

ção desse montante mínimo cada CCP deve considerar a hipotética verificação de um cenário de condições de mercado extremas, de forma a projectar quais seriam “*todos os riscos de mercado a que a CCP ficaria exposta após o incumprimento por um ou mais membros compensadores, incluindo oscilações desfavoráveis dos preços de mercado dos instrumentos compensados, a reduzida liquidez do mercado para esses instrumentos e a diminuição do valor de liquidação das garantias*”⁹².

Isto conduz a outra disposição da maior relevância constante do EMIR: a do procedimento de cascata em caso de insolvência de um membro compensador⁹³ (*default waterfall*). A finalidade desta regra é a de possibilitar que as perdas resultantes de tais ocorrências possam ser cobertas sem prejudicar a estabilidade da CCP. Para atingir esse fim, estabelece-se a seguinte ordem com que os diversos recursos confiados à CCP devem responder perante as perdas: em primeiro lugar as margens cobradas ao membro em incumprimento; em segundo a contribuição desse membro compensador para o fundo de protecção; em terceiro recursos próprios da CCP consignados para esse efeito (*skin in the game*)⁹⁴; em quarto as contribuições pagas pelos demais membros compensadores para o fundo de protecção, sendo que em caso de necessidade poderá ser exigido a estas entidades o pagamento de fundos adicionais⁹⁵;

É de notar que está vedada a possibilidade de os membros compensadores que não estejam em situação de incumprimento contribuírem para a cobertura das perdas por via das margens que lhes tenham sido cobradas⁹⁶, o que se compreende na medida em que a adopção de semelhante solução poderia acrescentar mais riscos ao mercado ao invés de contribuir para a salvaguarda da estabilidade da CCP e seus participantes.

⁹² Artigo 42.º n.º 3 do EMIR e artigo 30.º n.º 1 do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013.

⁹³ Artigo 45.º do EMIR.

⁹⁴ Nos termos do artigo 35.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013, o valor a consignar será obtido “*multiplicando o capital mínimo, incluindo os resultados retidos e as reservas (...) por 25%*”.

⁹⁵ Artigo 43.º n.º 3 do EMIR.

⁹⁶ Artigo 45.º n.º 4 do EMIR.

Por fim, e no que diz respeito às disposições que impõem que as CCP coloquem *skin in the game*⁹⁷ num eventual cenário de incumprimento, o EMIR tentou fazer um difícil equilíbrio entre a mutualização dos riscos a ser prosseguida por qualquer CCP e a prevenção do risco moral que pudesse ditar uma gestão ineficiente destas entidades. Quando se fala em mutualização dos riscos, naturalmente que o foco primordial da atenção não está na própria CCP, mas sim nos respectivos membros compensadores: são eles os agentes que se encontram a negociar no mercado, e que em última análise deverão aceitar a repartição dos inerentes riscos entre si, nomeadamente por via das contribuições a realizar para o fundo de incumprimento. No entanto, colocar todo o ênfase nesta mutualização poderia acabar por desresponsabilizar a própria CCP, conduzindo a eventuais cenários nefastos.

5.3. Os membros das contrapartes centrais

A partir da redacção do artigo 259.º n.º do CVM identificam-se desde logo dois tipos de membros que podem aceder aos serviços prestados pelas CCP: os “*membros compensadores*” e os “*membros negociadores*”.

Quanto aos primeiros, importa partir da definição constante da alínea 14) do artigo 2.º do EMIR: “*uma empresa participante numa CCP e que seja responsável pelo cumprimento de obrigações financeiras decorrentes dessa participação*”. Pode assim englobar-se neste conceito uma entidade que leve a cabo actividades de negociação no mercado, pelo que se poderá falar de uma situação de compensação directa (*direct clearing*). Paralelamente, pode também abranger entidades que mesmo que não compensem operações de negociação em nome próprio, exerçam essas funções em benefício de entidades com quem tenham acordado a prestação de serviços

⁹⁷ CARTER, Louise; GARNER, Megan – Skin in the Game – Central Counterparty Risk Controls and Incentives. Reserve Bank of Australia, Bulletin June (2015), pp. 87.

dessa natureza⁹⁸. Compreende-se deste modo a referência feita pelo n.º 4 do artigo 259.º do CVM ao facto de os membros compensadores assumirem perante a CCP o cumprimento “*das obrigações resultantes de operações por si assumidas, por sua conta ou por conta dos membros negociadores perante quem tenham assumido a função de compensação das operações*”.

Estes clientes dos membros compensadores corresponderão assim à qualificação de “*membros negociadores*”⁹⁹. Recorrendo à alínea 15) do artigo 2.º do EMIR, será a qualificação a atribuir a “*uma empresa que tem uma relação contratual com um membro compensador de uma CCP que lhe permite compensar as suas transações através dessa CCP*”. Esta forma de compensação indirecta (*indirect clearing*) visa assim acautelar o cumprimento das obrigações desta natureza que recaiam sobre participantes no mercado que não tenham possibilidade ou intenção de se tornarem eles próprios membros compensadores¹⁰⁰.

Tenha-se em atenção que o artigo 37.º n.º 1 do EMIR atribui às CCP o poder de definirem os critérios de admissão dos membros compensadores de forma a assegurar que estes dispõem dos “*recursos financeiros e capacidade operacional suficientes para cumprir as obrigações decorrentes da participação numa CCP*”. Tal como exigido pela ESMA¹⁰¹, esta redacção está em linha com as orien-

⁹⁸ Não obstante se encontrar revogado, o Regulamento CMVM n.º 95/9 que estabeleceu as Normas Gerais do Mercado de Futuros e Opções continha um elenco das funções a serem desempenhadas pelos membros compensadores, cuja leitura poderá ainda assim reputar-se como interessante para efeitos do tema em análise: “*a) A constituição, manutenção e reforço das garantias devidas pela realização de operações, bem como a sua liberação; b) O processamento dos movimentos resultantes do ajuste diário de ganhos e perdas; c) A participação nos procedimentos de liquidação física e financeira das operações; d) O pagamento das taxas devidas à entidade gestora pelas operações realizadas; e) O pagamento dos prémios das opções; f) A participação no processo de exercício das opções; g) O desempenho de outras actividades que venham a ser definidas em regulamento pela entidade gestora do mercado*”.

⁹⁹ Fazendo novamente referência à definição que constava do revogado Regulamento CMVM n.º 95/9: “*os membros negociadores intervêm na negociação em bolsa, introduzindo directamente as ofertas no sistema de negociação*”.

¹⁰⁰ EMIR – considerando 33.

¹⁰¹ “*Quando estejam a cumprir os deveres resultantes do EMIR para a autorização e supervisão de CCPs, as autoridades competentes devem garantir que as CCPs estabelecidas no*

tações previamente definidas pelo BIS para as infraestruturas de mercado quanto à previsão de critérios de admissão que permitam o livre acesso aos serviços por si prestados, mas sempre mediante a imposição de critérios de admissão que reflitam os riscos por si assumidos de forma a que não se coloque em perigo a segurança e a eficiência do mercado¹⁰².

O artigo 10.º n.º 1 alínea d) do Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012 estabelece que as CCP devem disponibilizar gratuitamente informação relativa aos “*critérios de admissão*” (...) “*aplicáveis à condição de membro compensador*”. Tendo por base a lista de CCP autorizadas pela ESMA para efeitos do EMIR¹⁰³, atente-se aos seguintes casos: a European Central Counterparty, estabelecida nos Países Baixos, estabelece na cláusula 5.3.1 do seu regulamento¹⁰⁴ que cada “*direct clearing participant*” tem de manter a todo um tempo um capital mínimo de 7.5 milhões de euros; já a OMIClear, estabelecida em Portugal, estabeleceu no ponto 21 da Circular B02/2014¹⁰⁵ que cada “*membro compensador directo*” tem de manter a todo o tempo um capital mínimo no valor de 7 milhões de euros.

Estes dados sustentam posições que destacam que apenas as entidades que exibam uma elevada capacidade técnica consigam satisfazer critérios tão exigentes em termos financeiros e operacio-

seu território cumprem com estes requisitos de acordo com os PFMI” (Principles for Financial Market Infrastructures publicados pelo BIS) “*e que operam de maneira consistente com eles*”. AUTORIDADE EUROPEIA DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS – Guidelines and Recommendations regarding the implementation of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures in respect of Central Counterparties. 2014.

¹⁰² BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – Principles for financial market infrastructures. 2012, p. 3, 167.

¹⁰³ Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorized_under_emir.pdf [consultado pela última vez no dia 29 de Agosto de 2021].

¹⁰⁴ Disponível em: <https://euroccp.com/document/euroccp-clearing-rule-book-2/?wpdmdl=5609&refresh=601156d59754a1611749077> [consultado pela última vez no dia 29 de Agosto de 2021].

¹⁰⁵ Disponível em: <https://www.omiclear.pt/pt/como-tornar-se-participante> [consultado pela última vez no dia 29 de Agosto de 2021].

nais, numa lógica tanto presente como futura¹⁰⁶. Nesta base, discute-se os propósitos subjacentes a esta regra não podem eles próprios colocar alguns problemas para o funcionamento do mercado. Não oferece grande discussão a ideia de que quanto mais sólida for a estrutura financeira e organizacional de uma CCP, maior será o contributo que esta poderá oferecer para a estabilidade do mercado. O problema coloca-se a montante: para as CCP cumprirem com estas metas, terão também de ser exigentes com os critérios aplicáveis à admissão de membros compensadores.

A CCP, ao colocar-se no meio de uma determinada transacção, vai transferir o risco de contraparte por si assumido para todos os seus membros. Daqui decorre que caso a CCP apenas admita instituições sólidas como seus membros, os riscos que lhe estão associados serão tendencialmente mais reduzidos. E tenha-se também em atenção a relevância deste tipo de critérios num eventual cenário de *default* de um membro compensador directo: quanto maior for a capitalização dos demais membros compensadores, maior será a capacidade destas entidades para a absorção das perdas daí decorrentes¹⁰⁷.

Origina-se assim um “*dilema de associação*”¹⁰⁸ às CCP: por um lado, entre contrapartes financeiras e contrapartes não financeiras o EMIR sujeita uma vasta gama de diferentes entidades ao cumprimento da obrigação de compensação a realizar pelos membros das CCP; por outro lado, os critérios de admissão às CCP têm de ter um grau de exigência que possibilite a sua estabilidade, o que acabará por impedir o acesso à qualidade de membro compensador a algumas entidades sujeitas à obrigação de compensação. Não é despidendo referir a este respeito que no início de 2020 a ESMA constatou que apenas 7 CCPs estabelecidas na UE

¹⁰⁶ BRAITHWAITE, Jo – The Dilemma of Client Clearing in the OTC Derivatives Markets. *European Business Organization Law Review*, 17 (2016), p. 361.

¹⁰⁷ LANE, Timothy; DION, Jean-Philippe; SLIVE, Joshua – Access to central counterparties: why it matters and how it is changing. *Financial Stability Review*, 17 (2013), p. 170.

¹⁰⁸ BRAITHWAITE (2016), p. 363.

admitem contrapartes não financeiras na qualidade de membros compensadores¹⁰⁹.

Estas entidades, nos casos em que não satisfaçam os critérios definidos pelas CCP para a admissão de membros compensadores directos, têm de cumprir a sua obrigação de compensação por intermédio de membros compensadores que tenham sido admitidos para esse efeito. Mais uma vez, atente-se à necessidade de estes membros compensadores terem índices financeiros sólidos com carácter permanente: ao prestarem serviços de compensação aos membros negociadores, estarão na prática a assumir as responsabilidades destes perante a CCP. Ora, isto pode acabar por conduzir a um desfecho algo contrário à intenção inicial do Legislador europeu, em virtude da concentração dos riscos decorrentes da negociação de instrumentos financeiros derivados num pequeno número de membros compensadores¹¹⁰.

A transição para um paradigma de compensação através das CCP pode assim afigurar-se como mais complexa e demorada do que o inicialmente pretendido, podendo também chegar-se a um cenário final em que o mercado não beneficie de todos os benefícios projectados, na medida em que a operacionalização de parte considerável da compensação estará dependente de entidades novamente reconduzíveis à adjectivação de *too big to fail*¹¹¹. De todo o modo, e tomando por assente a elevada exigência dos critérios de admissão de membros compensadores, a compensação indirecta assume-se como uma ferramenta indispensável para conciliar a o regular funcionamento com a estabilidade das CCP.

¹⁰⁹ AUTORIDADE EUROPEIA DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS – CCPs' Membership Criteria and Due Diligence. Final Report. 2020, p. 6.

¹¹⁰ LANE, DION, SLIVE (2013), p. 171.

¹¹¹ FONTAINE, Jean-Sébastien; SAIZ, Héctor Pérez; SLIVE, Joshua – Access, Competition and Risk in Centrally Cleared Markets. Bank of Canada Review, Autumn (2012), p. 16.

III. A insolvência de contrapartes centrais: revisão de casos

O papel desempenhado pelas CCP na resposta à crise financeira mundial de 2007 foi fundamental para a posição de destaque que lhes foi concedida tendo em vista o reforço da solidez do mercado de derivados de balcão.

O exemplo paradigmático dessa actuação foi a eficiente contenção dos efeitos adversos que poderiam ter advindo da queda do *Lehman Brothers*. Chega-se mesmo a apontar que foi a pronta e eficaz actuação das CCP que evitou o colapso quase instantâneo dos mercados financeiros mundiais¹¹². Tal como noutros casos recentes, deve ser realçado o facto de as CCP que compensaram as transacções deste histórico banco terem desempenhado as funções que lhes estavam cometidas sem por regra terem utilizado para o efeito as margens e contribuições entregues por outros membros compensadores¹¹³.

Porém, urge não centrar atenções apenas nesta história de sucesso das CCP. Formular uma perspectiva sobre o desempenho futuro das CCP tendo por base exclusivamente os casos em que o exercício das suas funções acrescentou de facto maior solidez e transparência¹¹⁴ ao mercado poderia conduzir ao caminho da *falácia da mão quente*¹¹⁵. De forma a evitar essa via, será igualmente

¹¹² NORMAN, Peter – *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*. John Wiley & Sons, 2011.

¹¹³ WENDT, Froukelien – *Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature*. Working Paper 15/21, International Monetary Fund, 2015, p. 11.

¹¹⁴ CUNLIFFE, Jon – *Central Clearing and Resolution – learning some of the lessons of Lehmans*. Central Clearing and Resolution – learning some of the lessons of Lehmans. FIA International Derivatives Expo 2018, London Tuesday 5, 2018, p. 3.

¹¹⁵ “*As pessoas por vezes preveem que sequências aleatórias se irão manifestar com persistência excessiva ao invés da ocorrência de revezes. Enquanto os fãs de basquetebol acreditam que os jogadores têm “mãos quentes”, sendo mais provável face à média que eles acertem o próximo lançamento quanto entram numa maré de sucesso, diversos estudos demonstraram que não existem sequências perceptíveis que justifiquem tais crenças*”. RABIN, Matthew; VAYANOS, Dimitri – *The Gambler’s and Hot-Hand Fallacies: Theory and Applications*. *Review of Economic Studies*, 77 (2010), p. 730.

importante considerar os casos em que as CCP não conseguiram proteger o mercado da ocorrência de resultados adversos.

Sem desconsiderar diversos cenários de quase-insolvência que ocorreram no passado¹¹⁶, no presente capítulo serão analisados os contornos daqueles que são consensualmente¹¹⁷ identificados como os três casos históricos de insolvências de CCP: (i) a *Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises* (CLAM), (ii) a *Kuala Lumpur Commodity Clearing House* (KLCCH) e (iii) a *International Commodities Clearing House Hong Kong Limited* (ICCH HK).

No final do capítulo, de forma a atingir objectivos semelhantes e considerando a sua grande proximidade com o enquadramento jurídico explanado no capítulo anterior, será abordado um caso de quase-insolvência ocorrido no recente ano de 2018 com epicentro junto da Nasdaq OMX Clearing AB (Nasdaq AB).

Os propósitos subjacentes à análise destes casos serão os de identificar as causas que originaram as situações de stress que perturbaram a estabilidade das CCP em questão, e de apurar de que forma as acções dessas mesmas entidades contribuíram quer para a criação das fragilidades do mercado, quer para a sua própria instabilidade.

¹¹⁶ “Também existiram várias quase-insolvências associadas a períodos de stress no mercado. No seguimento do crash do mercado de acções de Outubro de 1987, tanto a *Chicago Mercantile Exchange* como a *Options Clearing Corporation* encontraram dificuldades em colectar aumentos de margens aos seus membros. A CCP brasileira *BM&F* quase faliu em 1999 após uma desvalorização do real brasileiro ter causado o incumprimento de dois dos seus membros compensadores. Em alguns casos, as CCP enfrentaram dificuldades em condições de mercado relativamente benignas. Em Dezembro de 2013, uma CCP coreana teve de recorrer ao seu fundo de incumprimento em virtude do incumprimento de um dos seus membros – um pequeno broker-dealer – ter incumprido em virtude um erro ao nível da negociação. Os membros compensadores sobreviventes tiveram de absorver mais de \$40 milhões em perdas de forma a recapitalizarem o fundo”. FARUQUI, Umar; HUANG, Wenqian; TAKÁTS, Elód – Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus. *BIS Quarterly Review*, December (2018), p. 86.

¹¹⁷ FARUQUI, HUANG, TAKÁTS (2018), p. 86.

1. A *Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises*

A CLAM era uma CCP cujo funcionamento girava em torno da compensação das trocas negociadas na *Paris Commodity Exchange*. De entre os diversos activos cuja negociação passava por si há que destacar para efeitos da presente análise os futuros de açúcar¹¹⁸.

No ano que antecedeu o mês de Novembro de 1974, o valor de mercado deste activo sofreu uma prolongada valorização: o valor então registado equivalia a sensivelmente seis vezes o preço no início do período considerado¹¹⁹. A euforia causada por esta sucessão de valorizações – e consequente entrada em cena de investidores especulativos – começou a travar abruptamente nesse mês de Novembro, momento em que todo o cenário se inverteu em virtude do colapso dos preços¹²⁰.

Esta abrupta desvalorização teve naturalmente consequências para a negociação dos futuros de açúcar branco. Uma delas foi a necessidade de a CLAM efectuar *margin calls* aos respectivos membros compensadores de forma a que pudesse ser coberta a sua exposição à desvalorização do preço do activo. Entram aqui em equação as características relativas aos investidores presentes neste mercado. Em primeiro lugar, 56% das posições em aberto junto da CLAM pertenciam a um único investidor, Maurice Nataf¹²¹, o por si só demonstra que a solidez da sua posição era essencial para a estabilidade de todo o mercado. Em segundo lugar, uma preponderante parcela destes activos eram detidos por investidores não institucionais muitas vezes com pouco conhecimento sobre as características do produto em que investiam e sobre as responsabilidades que para si poderiam advir da respectiva negociação¹²². Seria esse o caso ao nível do desconhecimento da possível cobrança de margens por parte da CLAM caso ocorresse uma desvalorização do

¹¹⁸ BIGNON, Vincent; VUILLEMEY, Guillaume – The Failure of a Clearinghouse: Empirical Evidence. Working Paper 638, Banque de France, 2017, p. 2.

¹¹⁹ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 10.

¹²⁰ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 11.

¹²¹ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 11.

¹²² BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 20

preço do activo¹²³. Por último, um aspecto igualmente importante e que liga as duas situações já mencionadas: Maurice Nataf encontrava-se a negociar uma parte substancial dos activos por si detidos por conta de investidores não institucionais¹²⁴. Daqui decorre que a CLAM não teria um conhecimento rigoroso sobre a real composição da estrutura de investidores que se encontravam a negociar neste mercado¹²⁵.

A estabilidade do mercado e a solvabilidade da CLAM começaram-se a desmoronar no momento em que Maurice Nataf entrou numa situação de incumprimento face ao pagamento das *margin calls* que lhe tinham sido exigidas, como consequência da severa depreciação do valor da posição por si detida neste mercado¹²⁶.

Para lá da explicação deste incumprimento com base nas condições então verificadas no mercado, ao longo dos anos tem sido igualmente escarpelizada a actuação da CLAM durante todo este processo, o que permitiu identificar alguns erros que permitem uma melhor compreensão sobre os motivos conducentes ao seu colapso. É certo que já foi de certo modo reconhecido que a CLAM se encontrava a fazer uma gestão relativamente eficiente das margens, pelo menos na medida em que o volume das *margin calls* por si apresentadas no período considerado se encontravam de um modo geral alinhadas com a evolução dos preços do mercado. Porém, o pressuposto que a CLAM colocava na base de todo o seu mecanismo de cobrança de margens não assegurava a necessária estabilidade para um mercado em que mais de metade das posições estavam centradas no mesmo investidor: o de que a percentagem a cobrar a título de margem deveria ser de 10% independentemente do perfil de risco do investidor associado¹²⁷.

Por outro lado, o incumprimento de Maurice Nataf não foi reconhecido de forma atempada: essa situação não foi oficialmente reconhecida pela CLAM após a primeira cobrança de margem

¹²³ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 21.

¹²⁴ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 11.

¹²⁵ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 21-22.

¹²⁶ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 11.

¹²⁷ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 16.

malsucedida, algo que se prolongou por vários dias¹²⁸. Este atraso no reconhecimento da situação e na consequente mobilização dos procedimentos previstos para um caso de incumprimento tem sido apontado para um dos grandes motivos que fizeram a crise alastrar para um número mais elevado de investidores e para um maior volume de perdas¹²⁹.

Como consequência do incumprimento dos pagamentos de margens exigidos pela CLAM e pela ausência de outros investidores dispostos a assumir as respectivas posições dos agentes incumpridores, chegou-se a um ponto em que esta CCP deixou de ter capacidade financeira para assumir a liquidação dos activos que estavam à sua responsabilidade. Em virtude da sua situação de insolvência, a CLAM teve de ser resgatada, o que no caso concreto ocorreu de uma forma que possibilitou que pelo menos os custos directos fossem internalizados nos participantes desse mercado¹³⁰.

2. A *Kuala Lumpur Commodity Clearing House*

A insolvência da KLCCH ocorreu em virtude de perturbações registadas na *Kuala Lumpur Commodity Exchange*¹³¹, em virtude de uma súbita descida do preço dos futuros de óleo de palma que sucedeu a um período de valorização, à semelhança do que ocorreu relativamente ao açúcar branco no caso da CLAM.

¹²⁸ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 23.

¹²⁹ E que inclusivamente fazem da insolvência da CLAM um modelo paradigmático de análise. Neste tipo de cenários, a CCP pode atrasar a declaração de *default* e/ou a cobrança de margens na esperança de que o mercado venha a evoluir em termos que favoreçam o realinhamento do membro compensador em falta com o cumprimento das suas obrigações. Porém, isto pode conduzir a que os membros incumpridores assumam maiores riscos de forma a tentarem garantir a sua sobrevivência no mercado, o que ao invés de solucionar a situação pode trazer perdas acrescidas tanto para os investidores como para a CCP. FARUQI, HUANG, TAKÁTS (2018), pp. 85-86.

¹³⁰ BIGNON, VUILLEMEY (2017), p. 32.

¹³¹ HILLS, Bob [et al.] – Central counterparty clearing houses and financial stability. Financial Stability Review, June (1999), p. 129.

O mencionado período de valorização atraiu muita atenção para os derivados em questão, especialmente de investidores que pretendiam especular em virtude das constantes subidas de preço então registadas. Em virtude desta nova dinâmica do mercado verificou-se a concentração¹³² de mercado após a aquisição de grandes posições por um reduzido número de investidores.

A quebra no valor do óleo de palma que marcou o início do fim da KLCCH surgiu precisamente partir das decisões de um dos principais investidores nesse mercado, Loo Cheng Ghee, que ao encetar uma operação de *short selling*¹³³ de futuros de óleo de palma mal sucedida abriu o caminho para uma quebra acentuada preço desse activo¹³⁴. Tendo a negociação continuado a ser permitida pelo mercado mesmo após esta ocorrência, a KLCCH exigiu o pagamento de margens aos investidores cujas posições estavam expostas a esta desvalorização, ainda que os pressupostos subjacentes ao seu cálculo não tenham sido revistos em virtude da maior volatilidade do mercado¹³⁵. Ora, tal como sucedeu no caso anterior, também a KLCCH se confrontou com o incumprimento dos principais investidores: seis investidores com grandes posições entraram numa situação de *default* avaliada em setenta milhões de USD¹³⁶. A KLCCH viu-se assim numa situação de insolvência em virtude da sua incapacidade em assegurar o cumprimento das obrigações assumidas perante os credores com base no capital que tinha disponível.

Num relatório técnico elaborado pelas autoridades da Malásia foram identificadas diversas falhas de acção imputáveis à KLCCH. Estando em causa uma CCP que tinha um período de existência

¹³² FRIESZ, Melinda; VÁRADI, Kata – The Role of Central Counterparties on the Energy Market. *International Journal of Multidisciplinary in Business and Science*, 5:8 (2019), p. 50.

¹³³ “Inclui todos os casos em que, no momento em que ordena a venda, o investidor não é titular (não é proprietário) das acções ou das obrigações”. MONTEIRO, Manuel – O Regime Europeu do Short Selling. In *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira, Volume II*, p. 33.

¹³⁴ FRIESZ, VÁRADI (2019), p. 50.

¹³⁵ INTERNATIONAL MONETARY FUND – Global Financial Stability Report Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System. 2010, p. 108.

¹³⁶ GREGORY, Jon – Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives. John Wiley & Sons, 2014, p. 268.

ainda muito curto até então – tendo iniciado a sua actividade em 1980 –, os responsáveis pela sua gestão e operacionalização não tinham ainda um nível de experiência apropriado¹³⁷ para a devida contenção da crise despoletada no mercado do óleo de palma. Tal como no caso da CLAM, foi também assinalada a existência de um considerável desfasamento temporal entre o deflagrar do *crash* no mercado e a tomada de uma acção consonante pelas entidades competentes, nomeadamente a KLCCH, em virtude de ter decorrido um prazo de doze dias entre a quebra inicial dos preços e a concretização das primeiras situações de *default* dos investidores¹³⁸.

3. A *International Commodities Clearing House Hong Kong Limited*

No ano de 1987, a Hong Kong Futures Exchange (HKFE) estava a florescer a um ritmo muito promissor no contexto mundial: isso mesmo é ilustrado pelo facto de ter nesse ano atingido o seu record de celebração de quarenta mil contratos num único dia de negociação¹³⁹.

Esta dinâmica foi subitamente travada no dia 19 de Outubro de 1987, dia que ficou conhecido como a *segunda-feira negra* em função do *crash* registado nos mercados financeiros ao nível mundial. A HKFE tomou de imediato as rédeas da situação e determinou que a negociação seria suspensa durante uma semana¹⁴⁰, de forma a evitar a erosão do valor existente no mercado. Posto isto, e perante a mais do que certa quebra do preço dos futuros que seria registada aquando da reabertura do mercado, colocou-se a dúvida de saber se a ICCH HK – que era a CCP a actuar na HKFE – iria conseguir cobrar aos investidores as margens ditadas pela desvalorização dos

¹³⁷ FRIESZ, VÁRADI (2019), p. 50.

¹³⁸ HILLS [et al.] (1999), p. 129.

¹³⁹ SECURITIES REVIEW COMMITTEE – The Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry. Report. 1988, p. 145.

¹⁴⁰ GREGORY (2014), p. 269.

activos¹⁴¹ – margens cuja calibração não foi devidamente revista durante o período de maior volatilidade registado no mercado¹⁴², em perfeita sintonia com o que se registou nos dois casos anteriores. O facto de grande parte das transações negociadas neste mercado estarem concentradas num reduzido número de membros compensadores aumentou ainda mais os receios de um possível colapso do mercado de futuros. Algo que neste caso concreto seria especialmente pernicioso, pelo possível contágio para o mercado acionista, o qual estava também já a braços com os efeitos da *segunda-feira negra*: as autoridades identificaram que para muitos investidores o propósito subjacente à venda de futuros de ações era o financiamento de operações de compra de acções¹⁴³.

Concretizando-se o temido incumprimento generalizado quanto ao pagamento de margens, o fundo de incumprimento – cuja gestão estava entregue a uma terceira entidade, a *Hong Kong Futures Guarantee Corporation* (HKFGC) – não estaria em condições de assumir os pagamentos devidos aos credores a partir do seu capital e das suas reservas. Não restou assim outra alternativa às autoridades de Hong Kong senão a de se articularem com outras entidades privadas de forma a criarem uma linha de financiamento cujo valor foi maioritariamente composto por dinheiros públicos¹⁴⁴.

No seguimento desta crise, e de forma a evitar a repetição de casos semelhantes, as autoridades de Hong Kong determinaram a elaboração de um relatório sobre as causas da situação em análise, o qual ficou conhecido *Relatório Davison*. Para além das fragilidades já identificadas, resultam deste documento fragilidades adicionais que podem ser imputadas aos membros compensadores e aos seus clientes: os primeiros não dispunham de capital para fazer face aos crescentes riscos a que se expuseram no mercado, tenho também falhado ao nível da atempada cobrança de margens junto dos seus clientes; quanto aos segundos, foram recolhidos dados demons-

¹⁴¹ SECURITIES REVIEW COMMITTEE (1988), p. 145.

¹⁴² INTERNATIONAL MONETARY FUND – Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties. In Global Stability Report, 2010, p. 18.

¹⁴³ INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010), p. 18.

¹⁴⁴ GREGORY (2014), p. 269.

trativos de que muitos desses clientes não compreenderam devidamente o seu grau de exposição ao risco em virtude na negociação de futuros¹⁴⁵.

Por fim, importa salientar que o facto de neste mercado existirem três entidades com responsabilidades distintas, ainda que conexas – a HFKE, a ICCH HK e a HKFGC – não facilitou a intervenção de nenhuma delas neste cenário de crise, em virtude de uma relação marcada por assimetrias informativas geradoras de risco moral. Ilustrativo disto é o facto de que embora a ICCH HK (a CCP) fosse a entidade responsável pela tarefa de compensação e inerente monitorização da evolução da posição dos membros compensadores, em última análise não seria ela a ter de responder por todas as perdas em caso de colapso do mercado, pois o fundo de incumprimento encontrava-se a cargo da HKFGC, ao passo que este último estaria sujeito a elevadas perdas embora não dispusesse de poderes ao nível da compensação¹⁴⁶.

4. A Nasdaq OMX Clearing AB

Mesmo estando aqui em causa uma situação de quase-insolvência de uma CCP, a sua análise revela-se particularmente pertinente na medida em que diz respeito a uma CCP que se encontra actualmente autorizada para exercer as suas funções de compensação ao abrigo do EMIR¹⁴⁷.

A origem deste episódio situa-se numa aposta feita por um investidor norueguês, Einar Aas, na Nasdaq Oslo ASA, mercado de futuros norueguês, cuja CCP responsável pelas tarefas de compensação é a Nasdaq AB. Este investidor delineou os seus investimentos nesse mercado com base na sua previsão de que os preços da energia nórdicos e alemães iriam passar por um fenómeno de convergência. Ora, não só não se verificou esta evolução no mer-

¹⁴⁵ INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010), p. 18.

¹⁴⁶ HILLS [et al.] (1999), p. 129.

¹⁴⁷ Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorized_under_emir.pdf [consultado pela última vez no dia 29 de Agosto de 2021].

cado, como até sucedeu o exacto oposto: devido a uma conjugação de factores políticos e naturais, os preços em questão divergiram de forma súbita no dia 10 de Setembro de 2018¹⁴⁸.

Sendo uma evolução contrária à sua aposta, a exposição deste investidor às potenciais perdas inerentes conduziu a que nesse mesmo dia a Nasdaq AB lhe dirigisse uma *margin call* destinada ao pagamento de uma margem de variação de valor substancial, na medida em que excedia quase em metade o valor da margem inicial relativa aos contratos em questão.

Não tenho Einar Aas efectuado o pagamento dos valores que lhe foram exigidos a este título, a Nasdaq AB declarou prontamente no dia seguinte a sua situação de *default*. De acordo com os seus procedimentos em vigor para este tipo de situações, a Nasdaq AB encerrou a posição deste investidor por via da realização de um leilão das suas posições junto dos demais membros compensadores. Em face da mencionada da variação de preços e do conseqüente reduzido número de membros compensadores que se revelaram capazes de assumir as posições em causa, deste leilão resultaram perdas no valor de 114 milhões de euros (EUR), valor ao qual se encontram já subtraídas tanto as margens pagas por Aas como a sua contribuição para o fundo de incumprimento. De acordo com o procedimento cascata, o capital da Nasdaq AB respondeu com um valor de 7 milhões de EUR, ao passo que os remanescentes 107 milhões de EUR foram absorvidos pelo fundo de incumprimento – cuja capitalização era à data de 166 milhões de EUR¹⁴⁹.

O primeiro factor a destacar neste caso é o de não estar em causa uma situação de insolvência de CCP, na medida em que a Nasdaq AB conseguiu responder a esta crise de acordo com os seus procedimentos. Porém, não é de desconsiderar para efeitos futuros que uma aposta malsucedida de um único investidor, pessoa singular, delapidou praticamente dois terços do fundo de incumprimento existente¹⁵⁰.

¹⁴⁸ FARUQUI, HUANG, TAKÁTS (2018), p. 75.

¹⁴⁹ FARUQUI, HUANG, TAKÁTS (2018), p. 75.

¹⁵⁰ FARUQUI, HUANG, TAKÁTS (2018), p. 73.

De entre os motivos que foram já identificados como tendo possibilitado esta ocorrência, destaca-se antes de mais não tanto o facto de estar em causa um investidor não institucional, mas principalmente o facto de ele próprio ser um membro compensador¹⁵¹. Como tal, o senhor Aas encontrava-se tanto a negociar como a compensar contratos de futuros por sua exclusiva iniciativa, sem ter o apoio de qualquer intermediário financeiro.

Por outro lado, também se levantaram questões relativamente à ação da Nasdaq AB quanto ao procedimento existente em torno das margens, o que não é de estranhar uma vez que estas se revelaram exíguas para evitar o recurso ao capital da CCP e ao fundo de incumprimento¹⁵². Isto tanto ao nível do cálculo das margens, quanto a saber se a concentração de riscos revelada por um determinado investidor estaria a ser devidamente considerada, bem como quanto à sua cobrança, no que diz respeito à eventualidade de estarem em causa períodos de liquidação demasiado longos tendo em conta a elevada volatilidade de alguns produtos.

IV. A resolução das contrapartes centrais

1. As contrapartes centrais como instituições *too big to fail*

Da análise empreendida ao longo do capítulo anterior resulta que embora as CCP tenham vindo a desempenhar ao longo das últimas décadas e com importância crescente um papel central ao nível da manutenção da estabilidade do mercado de derivados, não estão imunes a riscos que possam colocar em causa a sua solvabilidade.

É certo que o facto de o mais recente cenário de crise analisado ter sido resolvido pela própria Nasdaq AB através dos procedimentos por si implementados para o efeito oferece algumas garantias

¹⁵¹ FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION – Central Clearing: Recommendations for CCP Risk Management. 2018, p. 4.

¹⁵² FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION (2018), p. 4.

em termos da solidez que as CCP autorizadas ao abrigo do EMIR apresentam face a impactos económicos adversos. Ainda assim, uma das importantes lições que se deve retirar da crise financeira mundial de 2007 e da subsequente crise das dívidas soberanas europeia é a de que a manutenção da estabilidade de uma determinada entidade não se poderá dar por absolutamente garantida durante severos períodos de crise. Após na última década se ter assistido à queda de diversos bancos, alguns dos quais com importância em termos tanto históricos como actuais, será perigoso aceitar como pressuposto que as *novas* CCP que têm vindo a ser autorizadas para actuar ao abrigo do EMIR no mercado de derivados de balcão estão isentas de riscos.

Por mais improvável que se considere ser a hipótese de uma CCP poder vir a estar a braços com uma situação de insolvência nos anos vindouros, os custos associados à insolvência descontrolada destas infraestruturas do mercado seriam certamente superiores aos custos inerentes ao desenvolvimento e aprovação de um regime que evite e/ou que atenuie os efeitos decorrentes de uma hipotética concretização desse cenário. Considerando o papel por si actualmente desempenhado nos mercados, nomeadamente a compensação de derivados de balcão ao nível europeu, dificilmente se poderá conceber um cenário em que as CCP não sejam qualificadas como sendo instituições *too big to fail*¹⁵³, com todos os perigos associados a semelhante qualificação: num cenário de crise, a previsão da ocorrência de um resgate público em caso de necessidade seria o gatilho para a criação de uma situação de risco moral com efeitos perniciosos para o mercado, e cujos custos poderiam acabar por vir a ser suportados por todo e qualquer contribuinte, independentemente do seu grau de actividade nos mercados financeiros.

Da mesma forma que a aprovação de regras europeias destinadas à resolução de instituições de crédito se revelou um importante passo para conferir maior solidez ao mercado, a discussão actual-

¹⁵³ CANINI, Romualdo – Central Counterparties are Too Big for the European Securities and Markets Authority (Alone): Constructive Critique of the 2019 CCP Supervision Regulation. *European Business Organization Law Review*, 2021, p. 1.

mente existente em torno da implementação de regimes semelhantes aplicáveis às CCP tem de ser encarado de forma positiva. Neste capítulo serão assim analisados quer os seus antecedentes quer os termos do recém-aprovado regime de resolução de CCP ao nível europeu, de forma a que se possam destacar as suas virtudes e também os seus aspectos ainda passíveis de serem aprimorados.

2. O desenvolvimento de um enquadramento de resolução ao nível internacional

Desde a eclosão da crise financeira mundial de 2007 que diversos organismos internacionais têm centrado a sua atenção no desenvolvimento de regimes de resolução que possam ser aplicados a instituições financeiras. Considerando a acentuada sensibilidade com que os mercados financeiros reagiram perante as situações de insolvência que atingiram um limitado número de intervenientes, reconheceu-se que a aplicação dos regimes convencionais de insolvência não seria a forma mais adequada de lidar com este tipo de situações. Conforme já analisado em trabalhos anteriores¹⁵⁴, começaram assim a ser desenhados regimes de resolução que condesassem regras específicas aplicáveis a instituições financeiras que se encontrassem em situação de insolvência, ou muito próximas de deixarem de ter condições de cumprir os compromissos por si assumidos. O propósito fundamental seria o de evitar a cessação súbita da prossecução das actividades dotadas de importância sistémica destas instituições – cujo perigo de concretização conduziu no passado a avultados resgastes públicos¹⁵⁵ – e de garantir a estabilidade do mercado nessas circunstâncias.

No leque de instituições financeiras consideradas incluíram-se naturalmente as infraestruturas de mercado, atentando ao importante papel por si desempenhado para a solidez do mercado. No

¹⁵⁴ BARATA, André Mendes. *O Resgate do Sistema Bancário: a Intervenção Pública em Cenários de Crise*. Universidade de Lisboa, 2014. Dissertação de Mestrado.

¹⁵⁵ BARATA (2014), 38-90.

relatório *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions* elaborado pelo *Financial Stability Board* (FSB) em 2011 refere-se especificamente que “as infraestruturas dos mercados financeiros devem ser sujeitas a regimes de resolução que apliquem os objectivos e as regras destas *Key Attributes* de forma apropriada às *IMF* e às suas funções críticas nos mercados financeiros. A escolha dos poderes de resolução deve ser guiada pela necessidade de manter a continuidade das funções críticas das *IMF*”¹⁵⁶.

Numa revisão deste documento ocorrida em 2014, o FSB acrescentou que no caminho para atingir tais objectivos¹⁵⁷ seria essencial evitar que quaisquer prejuízos decorrentes da actividade das CCP acabasse por ser assumido pelo erário público. Para esse fim, os regimes de resolução deveriam ser desenhados de forma a viabilizar a recuperação das CCP de forma a que estas voltasse a conseguir cumprir as suas funções sem desrespeito pelos compromissos por si assumidos ou, caso tal não se revelasse possível, permitindo proceder à sua liquidação ordenada após as suas funções serem transferidas para outras instituições¹⁵⁸.

Importa também considerar neste contexto os contributos dados pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e pelo BIS ao nível do desenvolvimento de princípios aplicáveis tanto à recuperação como à resolução das CCP.

No documento de 2012 intitulado *Principles for financial market infrastructures*, a IOSCO e o BIS reconheceram que perante a ocor-

¹⁵⁶ FINANCIAL STABILITY BOARD – *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. 2011, p. 5.

¹⁵⁷ Os quais também foram melhor densificados no que diz respeito às *IMF*: (i) *achieve continuity and timely completion of critical payment, clearing, settlement and recording functions*; (ii) *facilitate the timely settlement of obligations of the FMI*; (iii) *maintain continuous access of participants to securities or cash accounts provided by the FMI and securities or cash collateral posted to and held by the FMI that is owed to such participants*; (iv) *avoid any disruption in the operation of links between the FMI in resolution and other FMIs that would have a material negative effect on financial stability or the functioning of markets*; and (v) *safeguard, preserve and enable continuous processing of, and access to, data stored in a TR*. FINANCIAL STABILITY BOARD – *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. 2014, p. 58.

¹⁵⁸ FINANCIAL STABILITY BOARD (2014), p. 58.

rência de condições extremas de mercado é possível conceber um cenário em que as CCP deixem de conseguir manter o cumprimento das suas funções e obrigações. Nesse cenário, um processo de liquidação abrupto das mesmas poderia desencadear ondas de choque que funcionariam como gatilho para a insolvência de outras CCP e de outras instituições financeiras, especialmente quando as funções da entidade insolvente não fossem prontamente assumidas por outra CCP¹⁵⁹. Partindo dos trabalhos anteriormente desenvolvidos pelo FSB, destacou-se a importância de cada CCP preparar os seus planos de recuperação e de resolução, bem como de garantir que em cada momento estejam reunidas as condições para a sua execução em caso de necessidade¹⁶⁰.

Em 2014 estas organizações apresentaram outro relatório relevante intitulado *Recovery of financial market infrastructures*. Nele sustentou-se que caso a recuperação de uma CCP em dificuldades não se revele exequível, quer por o plano de recuperação não ter sido passível de execução ou não ter sido bem sucedido, quer por se antever que as medidas constantes do plano não serão suficientes para resgatar a CCP da sua situação de insolvência, as autoridades competentes devem sujeitá-la à aplicação de medidas de resolução da forma mais expedita quanto for possível¹⁶¹.

Tendo em conta a análise empreendida no capítulo interior é também de salientar que a IOSCO e o BIS reconheceram que de entre as várias causas que podem conduzir à insolvência de uma CCP¹⁶² a principal decorrerá da verificação de perdas não cobertas

¹⁵⁹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2012), p. 14

¹⁶⁰ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2012), p. 15.

¹⁶¹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – *Recovery of financial market infrastructures*. 2014, p. 6.

¹⁶² Além da causa de seguida apresentada no parágrafo em questão, foram também identificadas como possíveis causas a ocorrência de (i) ocorrência de défices de liquidez não cobertos, de (ii) perdas decorrentes de investimentos e de serviços de custódia, e de (iii) perdas decorrentes do risco de negócio. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2014), p. 12 – 13

resultantes do incumprimento de um membro compensador¹⁶³, algo que se interliga com as causas que conduziram à queda da CLAM, da KLCCH e da ICCH HK, bem como com os factos mais recentes que criaram severos constrangimentos à Nasdaq AB.

3. O regime europeu de resolução das contrapartes centrais

Em linha com as preocupações e possíveis linhas de acção apresentadas pelo FSB, pela IOSCO e pelo BIS, entre as Instituições europeias teve também lugar uma crescente discussão sobre as medidas a serem aplicadas no caso de uma hipotética insolvência de uma CCP, que redundaram na apresentação pela Comissão da proposta de um enquadramento legal para a recuperação e resolução das CCP¹⁶⁴, e que acabou por conduzir à aprovação do Regulamento (UE) n.º 2021/23 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Dezembro de 2020 relativo ao regime da recuperação e resolução das contrapartes centrais (RRCCP).

No RRCCP procede-se ao desenvolvimento de um regime de resolução em moldes semelhantes ao que resulta do MUR aplicável às instituições de crédito, ainda que com algumas diferenças sensíveis, naturalmente justificada pelas diferentes funções desempenhadas pelas CCP e pela sua dimensão. Desde logo, é possível identificar que os seus objectivos essenciais se encontram alinhados com o regime de resolução bancária preexistente: o de assegurar a prossecução das actividades críticas de uma CCP em situação de insolvência ou de pré-insolvência¹⁶⁵ e de evitar a criação de ondas de contágio para as demais instituições presentes no mercado, a partir da aplicação de medidas de resolução que permitam a canalização

¹⁶³ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2014), p. 12.

¹⁶⁴ Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo a um enquadramento para a recuperação e resolução das contrapartes centrais e que altera os Regulamentos (UE) n.º 1095/2010, (UE) n.º 648/2012 e (UE) n.º 2015/3265, COM/2016/0856.

¹⁶⁵ De acordo com as condições previstas no artigo 22.º do RRCCP.

de dinheiros públicos para a sua operacionalização se restrinja a casos extraordinários e com o menor valor possível¹⁶⁶.

Antes da aplicação de qualquer tipo de medida, constam do RRCCP diversas disposições que se interligam com a necessidade de existir o devido planeamento para o surgimento de uma hipotética situação de crise. As CCP deverão assim elaborar planos de recuperação onde elenquem as linhas de acção a seguir caso a sua situação financeira se deteriore de forma sensível ou caso estejam em risco de deixar de cumprir os requisitos prudenciais estabelecidos pelo EMIR¹⁶⁷. Paralelamente, as Autoridades de Resolução¹⁶⁸ (AdR) deverão elaborar planos de resolução onde sejam identificadas as medidas de resolução a aplicar no caso se ser necessário sujeitar uma determinada CCP à aplicação de instrumentos dessa natureza¹⁶⁹, ficando os mesmos dependentes de aprovação por decisão conjunta¹⁷⁰ a ser tomada pelo respectivo Colégio de Resolução¹⁷¹ (CdR).

Posteriormente, e caso a aplicação de medidas de intervenção precoce¹⁷² não cumpra o propósito de evitar a revogação de autorização da CCP ao abrigo do EMIR ou a sua incapacidade em prosseguir com o desempenho das suas funções críticas¹⁷³, ou caso as circunstâncias não permitam antever o sucesso da eventual aplicação de tais medidas¹⁷⁴, a instituição em questão poderá ser sujeita à

¹⁶⁶ Artigo 21.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁶⁷ Artigo 9.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁶⁸ A serem designadas pelos Estados-Membros entre os respectivos bancos centrais, ministérios, autoridades públicas administrativas ou outras autoridades com poderes públicos administrativos, desde que disponham dos conhecimentos, recursos e capacidade operacional necessários para exercerem de forma eficiente os poderes e competências em causa, nos termos do artigo 3.º n.º 1 e 2 do RRCCP.

¹⁶⁹ Artigo 12.º n.º 2 do RRCCP.

¹⁷⁰ Caso o plano de resolução apresentado não consiga obter a concordância conjunta dos membros do CdR, poderá ser solicitada a intervenção da ESMA tendo em vista a aproximação das partes em desacordo, nos termos do artigo 14.º n.º 4 da Proposta; caso ainda assim o acordo não seja possível, o n.º 5 estabelece que a decisão caberá à AdR competente.

¹⁷¹ Artigo 4.º do RRCCP.

¹⁷² Cujo elenco consta do artigo 19.º do RRCCP.

¹⁷³ Artigo 19.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁷⁴ Artigo 22.º n.º 1 alíneas a) e b) e n.º 2 alíneas a) e b) do RRCCP.

aplicação de instrumentos de resolução, os quais deverão ser aplicados pela AdR competente para o efeito, coadjuvada pelo respectivo CdR¹⁷⁵.

3.1. Os instrumentos de resolução

De forma a possibilitar a obtenção simultânea destes propósitos, foram desenhados diversos instrumentos de resolução que podem ser aplicados isolada ou conjugadamente, e que se podem dividir nas seguintes categorias: (i) partilha das responsabilidades existentes com os detentores do capital da CCP, membros compensadores e outros credores, (ii) recurso a soluções de mercado e (iii) criação de uma CCP de transição.

3.1.1. A partilha das responsabilidades existentes com os detentores do capital da CCP, membros compensadores e outros credores

Destacam-se a este nível as primeiras medidas de resolução que são identificadas no RRCCP: a repartição de posições e de perdas¹⁷⁶ e a redução e conversão de instrumentos de propriedade e de instrumentos de dívida ou de outros passivos não garantidos¹⁷⁷. Os objectivos imediatos comuns¹⁷⁸ à aplicação destas medidas serão os de lograr a cobertura das perdas da CCP, de recuperar a sua capacidade para proceder ao cumprimento atempado das suas obrigações e, sendo necessário, de a recapitalizar para efeitos de cumprimento das suas condições de autorização.

No que diz especificamente respeito à imposição de perdas no âmbito de um procedimento de resolução, o RRCCP é claro ao definir a hierarquia a ser respeitada pela AdR: surgem em primeiro

¹⁷⁵ Artigo 4.º do RRCCP.

¹⁷⁶ Artigos 27.º n.º 1 alínea a) e 28.º a 31.º do RRCCP.

¹⁷⁷ Artigos 27.º n.º 1 alínea b) e 32.º a 39.º do RRCCP.

¹⁷⁸ Artigo 28.º n.º 3 alíneas a) a c) e artigo 32.º n.º 1 do RRCCP.

lugar os accionistas da CCP objecto de resolução, sendo sucedidos pelos demais credores da instituição de acordo com aquela que seria a graduação dos seus créditos no âmbito de um processo normal de insolvência¹⁷⁹. Interliga-se com esta hierarquia o importante princípio importado das normas de resolução bancária no sentido de que nenhum credor deverá ficar em pior situação do que aquela que se verificaria no caso de sujeição da respectiva CCP a um processo de insolvência normal¹⁸⁰ (*no creditor worse off*)¹⁸¹.

Avançando para os instrumentos concretos, ao nível da gestão das posições abertas junto da CCP objecto de resolução a AdR poderá proceder à resolução de diversos contratos tanto dos membros compensadores em situação de incumprimento, dos serviços de compensação ou categorias de activos afectados e ainda da própria CCP objecto de resolução¹⁸². Além disso, a AdR poderá repartir perdas por membros compensadores que não se encontrem em incumprimento, por uma de duas vias: (i) reduzindo o valor dos pagamentos a serem realizados pela CCP em seu favor quando “*resultarem de ganhos devidos em conformidade com os processos da CCP relativos ao pagamento da margem de variação ou a pagamentos que tenham o mesmo efeito económico*”¹⁸³ ou (ii) cobrando uma contribuição extraordinária destinada à recapitalização da CCP, cujo valor não poderá exceder um montante equivalente ao dobro da respectiva contribuição para o fundo de protecção¹⁸⁴.

A aplicação de qualquer destas medidas deverá ser norteadada por critérios de proporcionalidade¹⁸⁵, até em função da declaração de incumprimento que poderá ser tomada caso um membro compensador não consiga efectuar o pagamento desta contribuição extraordinária¹⁸⁶.

¹⁷⁹ Artigo 23.º n.º 1 alíneas b) e c) do RRCCP.

¹⁸⁰ Artigos 23.º n.º 1 alínea e) ponto ii) e 60.º do RRCCP.

¹⁸¹ Artigos 23.º alínea e) ponto i) e 6.º alínea a) do RRCCP.

¹⁸² Artigo 29.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁸³ Artigo 30.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁸⁴ Artigo 31.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁸⁵ Artigos 30.º n.º 2 e 31.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁸⁶ Artigo 31.º n.º 2 do RRCCP.

No que diz respeito à redução e à conversão dos instrumentos de propriedade e instrumentos de dívida emitidos pela CCP, terão de ser respeitados os seguintes passos: em primeiro lugar, proceder à redução do valor nominal dos instrumentos de propriedade de forma proporcional às perdas¹⁸⁷; em segundo lugar, e sendo necessário para alcançar os propósitos da resolução, promover a redução e/ou a conversão do montante de capital dos instrumentos de dívida e demais passivos não garantidos da CCP¹⁸⁸. Em qualquer dos casos, a aplicação destas medidas terá de ser feita de acordo com a graduação de créditos que teria lugar caso a CCP fosse sujeita a um processo normal de insolvência, até de forma a que o princípio *no creditor worse off* possa ser respeitado¹⁸⁹.

3.1.2. O recurso a soluções de mercado

O mercado poderá revelar-se como uma das vias de aplicação de uma medida de resolução a uma CCP, contexto em que importa considerar o importante instrumento de alienação de actividade¹⁹⁰. É através dele que é concedida à AdR a prerrogativa de determinar a alienação de instrumentos de propriedade emitidos pela CCP ou dos seus direitos, activos, obrigações e passivos¹⁹¹. Estes elementos da actividade da CCP podem ser vendidos num único momento ou poderão ser utilizados para compor cabazes de activos e passivos a serem alienados em momentos distintos¹⁹². Essencial é que a urgência subjacente à aplicação das medidas de resolução não prejudique as operações de venda, devendo a AdR agir de forma a maximizar o valor das respectivas contrapartidas tendo em conta as condições de mercado¹⁹³.

¹⁸⁷ Artigo 33.º n.º 2 do RRCCP.

¹⁸⁸ Artigo 33.º n.º 3 do RRCCP.

¹⁸⁹ Artigo 33.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁹⁰ Artigos 27.º n.º 1 alínea c), 40.º e 41.º do RRCCP.

¹⁹¹ Artigo 40.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁹² Artigos 40.º n.º 5 e 41.º n.º 1 do RRCCP.

¹⁹³ Artigos 40.º n.º 2 e 41.º n.º 2 alínea e) do RRCCP.

Deste modo garantir-se-ia a continuidade das actividades vitais até então desempenhadas pela CCP objecto de resolução ao nível da compensação de derivados de balcão, na medida em que o adquirente seria considerado como uma extensão dessa instituição para efeitos da prestação dos serviços abrangidos pelo EMIR relativamente aos activos e passivos adquiridos¹⁹⁴. Simultaneamente, seriam recolhidos fundos passíveis de serem distribuídos pela CCP, pelos membros compensadores e pelos titulares dos instrumentos de propriedade, conforme os casos, e sempre de acordo com a hierarquia constante quer do procedimento de cascata previsto no EMIR quer com as regras constantes dos regimes normais de insolvência¹⁹⁵.

3.1.3. A criação de uma CCP de transição

Nesta última hipótese, a AdR poderá determinar que seja criada uma CCP de transição (a *CCP boa*) sujeita ao seu controlo¹⁹⁶ e para a qual possam ser transferidos todos ou parte dos instrumentos de propriedade da CCP objecto de resolução (a *CCP má*) e seus activos e passivos¹⁹⁷. À semelhança do que ocorre no caso da alienação de actividade, também por via desta transferência se garante a continuidade das funções que tenham sido transmitidas para a *CCP boa*, sendo esta última entidade considerada também como uma extensão da *CCP má* para efeitos da prestação de serviços ao abrigo do EMIR¹⁹⁸.

Tal como já anteriormente se constatou, esta medida – à semelhança das restantes – poderá ser conjugada com a aplicação de outros instrumentos que facilitem a criação da *CCP boa* e o processo de transferência de instrumentos de propriedade, activos e passi-

¹⁹⁴ Artigo 40.º n.º 10 do RRCCP.

¹⁹⁵ Artigo 40.º n.º 3 e 4 do RRCCP.

¹⁹⁶ Artigo 42.º n.º 2 alínea a) do RRCCP.

¹⁹⁷ Artigo 42.º n.º 1 e n.º 2 alínea b) do RRCCP. Nestes casos, por aplicação do n.º 3 da norma referida, “a autoridade de resolução deve assegurar que o valor total dos passivos e obrigações transferidos para a CCP de transição não exceda o valor total dos direitos e ativos transferidos a partir da CCP objeto de resolução”.

¹⁹⁸ Artigos 42.º n.º 2 alínea b) e n.º 11 e 43.º n.º 1 alínea b) do RRCCP.

vos¹⁹⁹. Às AdR é também atribuído o chamado *poder de retransmissão*, de acordo com o qual poderá transferir novamente para a *CCP má* activos e passivos que entretanto tenham sido atribuídos à *CCP boa*, podendo fazer o mesmo perante os titulares iniciais de instrumentos de propriedade em iguais circunstâncias²⁰⁰.

Esta *CCP boa* disporá de um tempo de vida de dois anos – ainda que prorrogáveis por prazos suplementares de um ano – contados a partir da data em que tenha sido efectuada a última transferência para o seu balanço. Durante esse período, a sua actividade deverá dirigir-se ao cumprimento dos propósitos subjacentes à resolução, devendo a AdR ter também em vista a criação de condições para a sua alienação²⁰¹.

3.2. O recurso ao apoio público

Para lá dos instrumentos de resolução já analisados, existe ainda uma última linha de acção que pode ser mobilizada pelas AdR num cenário de resolução de uma CCP: o recurso a instrumentos públicos de estabilização financeira. Trata-se de uma matéria especialmente sensível no âmbito do RRCCP, considerando que um dos principais propósitos do regime em questão é o de garantir uma eficiente resolução das CCP sem para tanto onerar os contribuintes, conforme já analisado. Deste modo, para que possa ser concedido apoio público no âmbito da resolução de uma CCP será necessário preencher quatro condições²⁰²: (i) esse apoio terá de ser qualificado como indispensável para que os propósitos subjacentes à resolução sejam alcançados, (ii) terá de ser concedido sempre em último recurso²⁰³ e

¹⁹⁹ No que diz respeito aos instrumentos de repartição de posições e de perdas bem como de redução e conversão de instrumentos de propriedade e de instrumentos de dívida ou de outros passivos não garantidos, vide artigos 28.º n.º 3 e 32.º n.º 1 do RRCCP, respectivamente.

²⁰⁰ Artigo 42.º n.º 6 e 7 do RRCCP.

²⁰¹ Artigos 42.º n.º 2 alínea b) e 43.º n.º 3 alínea e) e n.º 5 e 6 do RRCCP.

²⁰² Artigo 45.º n.º 1 do RRCCP.

²⁰³ Devendo essa análise ser levada a cabo pelas autoridades públicas competentes de acordo com os termos definidos no artigo 45.º n.º 3 do RRCCP.

após terem sido analisadas todas as alternativas viáveis; (iii) terá de ser limitado no tempo; (iv) terá de respeitar o regime europeu aplicável à concessão de auxílios de Estado e (v) terá de existir uma prévia definição de mecanismos exaustivos e credíveis para a recuperação dos fundos utilizados por parte do respectivo EM.

Nos casos em que estas condições se encontrem preenchidas, os EM poderão prestar este apoio financeiro extraordinário em duas modalidades distintas: (i) através da recapitalização da CCP²⁰⁴, recebendo em contrapartida instrumentos de propriedade que deverão ser alienados para entidades privadas com a maior brevidade que o contexto comercial e financeiro permita²⁰⁵, ou (ii) procedendo à sujeição da CCP a propriedade pública mediante a transferência dos seus instrumentos de propriedade para uma empresa pública totalmente detida pelo EM ou para um representante nomeado para o efeito²⁰⁶, devendo aquela ser alienada em moldes semelhantes aos descritos na hipótese anterior²⁰⁷.

3.3. A suspensão da obrigação de compensação

Para lá dos instrumentos de resolução ao dispor da AdR e da possibilidade de concessão de apoio público, não se pode olvidar a inserção de um novo artigo 6.º-B ao EMIR por via do RRCCP²⁰⁸. No caso de uma CCP preencher os pressupostos necessários para que lhe possa ser aplicada uma medida de resolução poderá vir a ser determinada a suspensão da obrigação de compensação relativa a derivados de balcão, nomeadamente quando a AdR formule essa pretensão perante a Comissão. Esta arma poderá ser especialmente relevante nos casos em que a CCP objecto de resolução esteja a enfrentar constrangimentos ao nível da manutenção da sua actividade neste âmbito.

²⁰⁴ Artigo 46.º n.º 1 do RRCCP.

²⁰⁵ Artigo 46.º n.º 3 do RRCCP.

²⁰⁶ Artigo 47.º n.º 1 do RRCCP.

²⁰⁷ Artigo 47.º n.º 2 do RRCCP.

²⁰⁸ Artigo 87.º 1) do RRCCP.

Para que essa decisão venha ser tomada terá de ser demonstrada a sua necessidade para evitar a concretização de um cenário de instabilidade financeira na UE. Sendo esse o caso, a obrigação de suspensão poderá ser determinada por um prazo renovável cuja duração inicial máxima é de três meses, sendo que o respectivo prazo total nunca poderá ultrapassar o total de doze meses.

4. Aspectos a considerar

A simples aprovação do recente RRCCP já condensa um importantíssimo efeito positivo: o de consagrar um acervo normativo passível de vir a ser aplicado num momento de grave instabilidade no mercado como aquele em que se prevê que poderia vir a ocorrer a insolvência de uma CCP. Num tal momento de fragilidade dos mercados e dos seus intervenientes, é essencial que já existam regras e ferramentas de intervenção bem definidas que previnam a ocorrência de atrasos e incertezas geradores de camadas adicionais de instabilidade.

Em linha com o dissecado no ponto anterior, reconhece-se que os poderes e os instrumentos de contidos no RRCCP permitirão guiar o procedimento de resolução de uma CCP, assegurando a prossecução das funções críticas destas infraestruturas de mercado de forma a evitar a criação de efeitos sistémicos adversos e internalizando os inerentes custos nas instituições intervencionadas e nos respectivos membros compensadores. Centrando-se a presente análise das tarefas desempenhadas pelas CCP no mercado europeu de derivados de balcão, dificilmente se pode conceber que essa função não seja considerada como crítica, em face de todo o contexto que conduziu ao nascimento do EMIR. A obrigação de compensação nele inscrita conduziu naturalmente a que os riscos de contraparte fossem em grande medido transferidas para as CCP a operar nesse mercado²⁰⁹, tornando-se assim infraestruturas que desempenham

²⁰⁹ SINGH, Manmohan; TURING, Dermot – Central Counterparties Resolution —An Unresolved Problem. Working Paper 18/65, International Monetary Fund, 2018, p. 16.

funções essenciais para o funcionamento do mesmo e para o cumprimento das obrigações legais que recaem sobre os seus participantes. Tudo aponta assim para que as CCP se revelem neste âmbito como entidades *too big to fail*, cuja insolvência se poderia traduzir num choque severo para o mercado²¹⁰.

Paralelamente, é também de reconhecer que o RRCCP abraçou alguns ensinamentos resultantes de anteriores casos de insolvência de CCP, nomeadamente a importância de reconhecer a possibilidade de uma resolução ser desencadeada pelo incumprimento de um único membro compensador, ocorrência transversal a todos os casos analisados no capítulo anterior. O RRCCP demonstra esse reconhecimento nomeadamente ao exigir que tal cenário seja considerado ao nível da elaboração dos planos de resolução²¹¹.

Porém, e mesmo sem desconsiderar o importante papel que a simples aprovação do RRCCP já desempenhou ao nível da construção de um enquadramento europeu de resolução de CCP, têm ainda assim de ser identificadas algumas fragilidades que lhe estão inerentes, e que, não obstante terem sido já anteriormente apontadas à Proposta inicialmente apresentada pela Comissão, ainda são visíveis no texto final.

4.1. A atribuição de competências para a resolução

Um dos pontos que conduz à formulação de algumas reservas é a atribuição de poderes e de competências para a resolução. Começando pelos CdR, veja-se que uma das suas atribuições é a de contribuir para o desenvolvimento dos planos de resolução²¹². É neste contexto que se estabelece que os planos de resolução, embora sejam propostos pelas AdR²¹³, devem ser adoptados após ser tomada uma decisão conjunta do CdR nesse sentido²¹⁴.

²¹⁰ WENDT (2015), p. 22.

²¹¹ Artigo 12.º n.º 3 alínea a) ponto i) do RRCCP.

²¹² Artigo 4.º n.º 1 alínea b) do RRCCP.

²¹³ Artigo 14.º n.º 1 do RRCCP.

²¹⁴ Artigo 14.º n.º 2 do RRCCP.

Questiona-se assim a orgânica dos CdR, na medida em que esta pode dificultar não só o cumprimento da sua missão de prestar um adequado contributo para as AdR, como até a simples tarefa de alcançar decisões conjuntas²¹⁵. Veja-se que os CdR são constituídos por quinze categorias distintas de entidades, que vão desde a AdR competente até bancos centrais, à EBA e à ESMA, apenas para citar alguns exemplos²¹⁶. Regressando ao exemplo dos planos de resolução, o RRCCP reconhece o possível surgimento de entraves à tomada de decisões conjuntas, prevendo que nesse cenário a ESMA poderá intervir tendo em vista mediar as posições em conflito de forma a obter um consenso²¹⁷. Caso em última instância isso não seja possível, caberá às AdR a decisão final sobre os planos de resolução a serem aprovados²¹⁸.

Por outro lado, resulta da Proposta que é à AdR que compete a tomada de uma decisão dirigida à resolução de uma determinada CCP²¹⁹, remetendo-se os CdR para um papel de apoio à implementação desse procedimento. Não se propõe assim a implementação de uma solução semelhante à que consta do Regulamento MUR, nos termos do qual o desencadeamento da resolução de uma instituição de crédito poderá partir do próprio Conselho Único de Resolução (CUR)²²⁰. Mesmo admitindo que pudesse existir uma maior proximidade entre as AdR nacionais e as CCP – o que neste prisma facilitaria a identificação de uma situação de insolvência –, tem vindo a apontar-se a existência de um maior grau de permissividade entre instituições sediadas no mesmo EM, efeito especialmente sensível nos casos em que à AdR compitam também funções ao nível da supervisão²²¹. Ao deixar-se o poder de decisão exclusivamente na

²¹⁵ NABILOU, Hossein; ASIMAKOPOULOS, Ioanis G. – In *CCP We Trust ... Or Do We? Assessing the Regulation of Central Clearing Counterparties in Europe*. Law Working Paper number 2019-013, Université du Luxembourg, 2019, p. 20.

²¹⁶ Artigo 4.º n.º 2 alíneas a) a o) do RRCCP.

²¹⁷ Artigo 14.º n.º 4 do RRCCP.

²¹⁸ Artigo 14.º n.º 5 do RRCCP.

²¹⁹ Artigo 22.º n.º 1 do RRCCP.

²²⁰ Artigo 18.º Regulamento MUR.

²²¹ NABILOU, ASIMAKOPOULOS (2019), p. 22.

esfera nacional, a verificação de atrasos na implementação de procedimentos de resolução poderá acarretar sérias dificuldades para o cumprimento dos seus propósitos e para a contenção dos respectivos custos.

Paralelamente a ambas as situações ilustradas surge um terceiro problema: estando em causa uma CCP, cuja acção muitas das vezes poderá assumir um carácter transfronteiriço²²² que se pauta mais por categorias de instrumentos financeiros do que fronteiras nacionais, acaba por ser paradoxal que os poderes quer para a elaboração dos planos de resolução quer para a sua posterior implementação possam ficar exclusivamente ao dispor de AdR nacionais.

4.2. Os instrumentos de resolução

Questões também se levantam ao nível dos instrumentos de resolução ao dispor das AdR, e que podem desencadear consequências sensíveis no mercado dos derivados de balcão.

Quanto aos instrumentos concedidos às AdR conducentes à rescisão de contratos à redução de ganhos, veja-se que poderão vir a ser rescindidos contratos que tenham sido celebrados com a CCP tanto pelos membros compensadores em *default* como pelos restantes membros²²³; por outro lado, o RRCCP é claro ao indicar que o instrumento de redução de ganhos pode atingir as margens de variação que tenham como destinatários membros compensadores que não estejam numa situação de incumprimento. É certo que estas ferramentas poderão ser utilizadas pelas AdR como uma forma de estabilizar a situação da CCP objecto de resolução. A pergunta que surge é sobre os custos que podem estar associados a essa via de estabilização; ou, reformulando, se esse instrumento de resolução poderá ser aplicado sem criar instabilidade para os demais agentes de mercado.

²²² NABILOU, ASIMAKOPOULOS (2019), p. 20.

²²³ Artigo 29.º n.º 1 do RRCCP.

No que diz respeito à rescisão de contratos, e mesmo admitindo as posições que apenas concebem que este instrumento venha a ter uma incidência parcial sobre os contratos celebrados pela CCP em resolução²²⁴, surgem preocupações sobre se isto não poderá fragilizar a posição dos membros compensadores afectados. Já perante a Proposta apresentada pela Comissão tinham sido feitas alertas no sentido de que a adopção de uma prática de rescisão de contratos – tanto de membros cumpridores como de membros em *default* – poderia ter efeitos contraproducentes. Em termos práticos, estas rescisões conduziriam a que durante um período de aguda instabilidade no mercado alguns membros compensadores se vissem simultaneamente desprovidos de contratos cujo propósito seria exactamente o de cobrir a sua exposição ao risco. E isto obviamente para lá dos problemas dos problemas que este instrumento acarretaria para a transparência *ex ante* das soluções a aplicar e para a eliminação de fenómenos geradores de incerteza²²⁵. Mesmo estando estabelecido que a AdR deverá aplicar este instrumento de “*de forma semelhante, sem discriminação entre as contrapartes nos contratos*”²²⁶, aquela continuará a dispor de um poder de decisão dotado de alguma discricionariedade.

Virando a atenção para a possível redução de valores detidos pela CCP a título de margem de variação para os membros compensadores beneficiários levantam-se ainda mais questões. No capítulo inicial da presente análise destacou-se que um dos principais factores que tornam a compensação realizada por via de CCP como uma importantíssima ferramenta para a estabilidade do mercado é o facto de esta se assumir como a verdadeira de contraparte de cada um dos intervenientes envolvidos numa transacção. No caso de ocorrência de um incumprimento imputável a uma das contrapartes, a CCP assumiria o cumprimento das respectivas obrigações perante a parte cumpridora. No mercado de derivados de balcão, é essencial para o desempenho desta tarefa que a CCP cobre margens

²²⁴ NABILOU, ASIMAKOPOULOS (2019), p. 17

²²⁵ PRIEM, Randy – CCP recovery and resolution: preventing a financial catastrophe. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26:3 (2018), p. 360.

²²⁶ Artigo 29.º n.º 1 do RRCCP.

de variação que possam vir revelar-se suficientes para acautelar qualquer cenário de incumprimento. Ocorrendo o *default* de um membro compensador, a CCP estaria em condições de salvaguardar a posição da sua contraparte ao transferir as margens entretanto cobradas. Caso uma AdR venha a reduzir os valores destinados a serem transferidos a esse título durante um procedimento de resolução, há que equacionar até que ponto não se estará também a reduzir o grau de protecção que as funções da CCP conferem aos seus membros compensadores que não estejam em incumprimento.

É certo que este cenário também poderá ser visto de uma perspectiva oposta, na medida em que ele poderá aumentar o grau de análise dos membros compensadores no momento de optarem por cumprir as suas obrigações de compensação junto de uma determinada CCP: a procura por CCP mais robustas em detrimento de CCP com maiores fragilidades poderia em última análise reforçar a eficiência do mercado. Porém, torna-se também aqui difícil afirmar que a estabilidade do mercado não possa ficar prejudicada, na medida em que os membros compensadores nunca saberiam ao certo se as margens de variação cobradas exactamente para salvaguardar a sua exposição ao risco de contraparte não seriam cortadas durante um procedimento de resolução, nem em que medida isso poderia ocorrer²²⁷.

O instrumento de alienação de actividade de uma CCP objecto de resolução também se poderá confrontar com dificuldades resultantes do contexto de mercado. Num momento de incerteza no mercado motivada pela insolvência de uma CCP, não se antevê que se possa dar por garantido que exista um elevado número de agentes que tenham interesse e, acima de tudo, capacidade para levarem a cabo uma operação de tal monta. Até porque não é de excluir que os motivos que ditaram a sujeição de uma CCP à aplicação de instrumentos de resolução tenham igualmente originado dificuldades de negócio para outras CCP. Resulta dos casos analisados no capítulo anterior bem como do próprio RRCCP que a insolvência

²²⁷ DUFFIE, Darrell – Resolution of Failing Central Counterparties. Stanford University, 2014, p. 5.

de uma CCP pode ser originada pelo incumprimento de um único membro compensador, sendo esse perigo tanto maior quanto maior for exactamente o peso dessa entidade nas posições por si compensadas. Caso um membro compensador tenha um volume considerável de contratos a serem compensados junto de diferentes CCP, a ocorrência de um *default* perante todas essas entidades poderia gerar efeitos sistémicos – mesmo que por hipótese se admitisse que apenas geraria a sujeição de uma única CCP a um procedimento de resolução. Neste contexto, provavelmente as demais CCP que à partida estariam em condições de absorver as actividades a alienar por via da resolução acabariam por estar também elas próprias a braços com o desafio de evitarem a sua própria sujeição a semelhante procedimento²²⁸.

É certo que o RRCCP admite que esta aquisição possa ser levada a cabo por uma entidade que ainda não esteja autorizada para actuar enquanto CCP ao abrigo do EMIR, e que possa ter eventualmente ficado a salvo dos efeitos mencionados no final do parágrafo anterior. Ainda assim, não basta que outros intervenientes no mercado disponham de capacidade financeira para concluir tal aquisição: será também necessário que tenham capacidade operacional para cumprirem de forma eficiente as funções adquiridas²²⁹. O simples facto de o RRCCP considerar esse adquirente como uma extensão da CCP primitiva para efeitos da compensação de derivados de balcão exercida ao abrigo do EMIR²³⁰ não bastará para garantir a estabilidade do mercado, se os beneficiários desta norma não estiverem em condições de cumprir com as suas atribuições de forma cabal.

Resta saber até que ponto poderão estas dificuldades ser transpostas o cenário de venda de uma CCP de transição, considerando que também nesse cenário teriam de ser encontrados interessados com capacidade financeira e operacional para levarem semelhante transacção a bom porto. Poderá argumentar-se que a venda de uma

²²⁸ PRIEM (2018), p. 365.

²²⁹ PRIEM (2018), p. 361.

²³⁰ Artigo 40.º n.º 10 do RRCCP.

CCP de transição poderá ter melhores perspectivas de sucesso face à hipótese levantada no parágrafo anterior na medida em que a AdR poderá aguardar até que estejam reunidas as condições ideais de mercado para proceder à sua alienação. Porém, e mesmo que o RRCCP não estabeleça um limite para as prorrogações do período de actividade da CCP – nomeadamente quando estejam subjacentes a essas medidas propósitos destinados à salvaguarda dos contribuintes²³¹ –, há que ter em conta o propósito de que “*a CCP de transição não poderá existir para sempre*”²³². Não se podem assim olvidar os ensinamentos decorrentes de cenários de resolução bancária em que mesmo o fosso temporal existente entre a criação de instituições de transição e a sua venda não evitou a criação de riscos consideráveis para os contribuintes²³³.

Neste seguimento, importa também equacionar se as soluções constantes do RRCCP permitem afirmar com segurança que futuras insolvências de CCP não voltarão a conduzir à ocorrência de resgates públicos no sistema financeiro.

A manutenção desse perigo tem sido indicada com base em dois factores principais. Por um lado, porque no momento em que uma CCP for sujeita à aplicação de instrumentos de resolução será muito provável que grande parte ou mesmo a totalidade dos recursos passíveis de mobilização no procedimento de cascata já tenham sido

²³¹ Nos termos do RRCCP, o artigo 43.º n.º 6 estabelece que poderá prorrogar o período de actividade por prazos de um ano até que sejam atingidos os objectivos da resolução, de acordo com a remissão efectuada para o artigo 43.º n.º 3 alínea a). Ora, o objectivo definido expressamente definido no artigo 21.º n.º 1 alínea d) é precisamente o de “*proteger as finanças públicas, minimizando o recurso ao apoio financeiro público extraordinário e o potencial risco de perdas para os contribuintes*”.

²³² PRIEM (2018), p. 361.

²³³ Recordem-se as considerações anteriormente tecidas relativamente à venda do Novo Banco (até então um banco de transição) no âmbito da resolução do Banco Espírito Santo ocorrida em Portugal, em que se apurou que “*a contrapartida financeira prestada pela entidade compradora do Novo Banco é 3.9 mil milhões de euros inferior ao valor inicial que foi mobilizado pelo Fundo de Resolução para a intervenção no BES. Mais, o valor da intervenção do Fundo de Resolução no Novo Banco poderá continuar a aumentar em virtude da manutenção da sua participação e também por força dos compromissos assumidos ao nível de futuras subscrições e injeções de capital*”. AMB OA, p. 148.

utilizados²³⁴ para fazer face a perdas cujo carácter provavelmente se assumiu como súbito e imprevisto²³⁵. Por outro lado, porque ainda que diversas soluções decalcadas pelo RRCCP do regime de resolução bancária constituído por via da Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento e do MUR possam revelar-se aptar a conter os efeitos adversos da insolvência de uma CCP, estarão em última análise a ser aplicadas a instituições cuja natureza distinta: em última análise, “as CCP não são bancos”²³⁶.

Veja-se que embora tanto CCP como instituições de crédito possam ser qualificadas como entidades de importância sistémica, os critérios subjacentes a ambas as qualificações são distintos: enquanto os bancos estarão mais dependentes de uma ponderação centrada na sua dimensão e na complexidade das suas operações, a avaliação das CCP estará intimamente ligada à especificidade das funções que desempenha no mercado²³⁷. Atentando às funções clássicas associadas a ambas as entidades, não se colocam dúvidas de que no mercado europeu existem consideravelmente mais instituições de crédito a captarem poupanças e a concederem empréstimos do que CCP a desempenhar funções de compensação, especialmente no mercado dos derivados de balcão. Também as estruturas de riscos que ambos enfrentam têm diferenças fundamentais: ao passo que as instituições de crédito terão exposições ao risco durante períodos mais longos durante os quais a crescente detenção de activos ilíquidos no seu balanço poderá original fragilidades, as CCP estão expostas a riscos de curtíssimo prazo que poderão ser concretizados caso um único membro compensador registre perdas avolumadas nas suas posições²³⁸.

²³⁴ DUFFIE (2014), p. 8.

²³⁵ SINGH, TURING (2018), p. 9.

²³⁶ SINGH, TURING (2018), p. 8.

²³⁷ HUGHES, David; MANNING, Mark – CCPs and Banks: Different Risks, Different Regulations. Reserve Bank of Australia Bulletin, December Quarter (2015), p. 78.

²³⁸ HUGHES, MANNING (2015), p. 78.

Isto conduziu a que fossem já equacionados diversos cenários nos quais as medidas de resolução inicialmente desenhadas para uma resolução no sector bancária se podem a vir a revelar desadequadas no momento de serem aplicadas a uma CCP. Por exemplo, as CCP que centrem a sua actividade em tarefas de compensação não dispo- rão de um balanço composto pelas dicotomias activos bons/tóxicos e por credores garantidos/não garantidos, mas sim de margens e de outras contribuições que tenham sido cobradas aos membros com- pensadores, o que pode dificultar a decisão a tomar sobre os activos a transferir para uma CCP de transição²³⁹, especialmente se a sua actuação estiver concentrada num único mercado (de derivados de balcão, por exemplo). Também na hipótese de alienação de activi- dade se podem antever dificuldades resultantes não só do menor número de entidades que à partida reunirão condições para adquirir e prosseguir as actividades de uma CCP quando comparado com o cenário do sector bancário.

Caso no futuro o enquadramento de resolução fornecido pelo RRCCP não venha a permitir proceder a uma resolução atempada e eficiente de uma CCP, poderá colocar-se um último problema: o de que os contribuintes se venham uma vez mais a assumir como *paga- dores de último recurso* no âmbito de um procedimento de resolução.

Se é possível antever uma das consequências inerentes a um procedimento de resolução de uma CCP, essa será a de que alguém terá de assumir os respetivos encargos: sejam os titulares dos ins- trumentos de propriedade dessa entidade, os seus membros com- pensadores ou membros negociadores²⁴⁰. Trata-se de um equilíbrio que nem sempre será fácil de encontrar. Ao longo da presente aná- lise foram identificados vários mecanismos que podem permitir fazer face às perdas de uma CCP, nomeadamente através dos seus membros compensadores: quer através das suas contribuições para o fundo de protecção, quer através da aplicação de instrumentos de resolução. Porém, tem de se assumir que estas não serão medidas que possam ser aplicadas em todos os casos e sempre com a mesma

²³⁹ SINGH, TURING (2018), p. 11-12.

²⁴⁰ PRIEM (2018), p. 362.

amplitude. Uma das justificações para isso é a interconexão que existe entre o sector bancário e as CCP: caso os principais membros compensadores de uma CCP objecto de resolução sejam instituições bancárias também elas com importância sistémica no mercado bancário²⁴¹, o pagamento da *factura* da resolução por estas entidades poderá dar azo a perturbações sistémicas a montante.

Poderá argumentar-se que este perigo se encontra acautelado a partir dos termos do RRCCP: um dos seus objectivos expressos é o de “*proteger as finanças públicas, minimizando o recurso ao apoio financeiro público extraordinário e o potencial risco de perdas para os contribuintes*”²⁴². Este propósito surge concretizado por diversas formas ao longo do RRCCP. Caso um EM venha a recapitalizar uma CCP ou a colocá-la sob propriedade pública temporária, terá de dispor dos correspondentes instrumentos de propriedade que permitam levar a cabo uma gestão “*comercial e profissional*”²⁴³ dessa entidade tento em vista a sua alienação “*logo que as circunstâncias comerciais e financeiras o permitam*”²⁴⁴. Acresce que o recurso a este tipo de instrumentos públicos de estabilização apenas poderá ter lugar “*na situação totalmente extraordinária de uma crise sistémica*”, “*após terem sido avaliados e equacionados, tanto quanto possível, todos os instrumentos de resolução*” e sempre em conformidade com o “*regime da União para os auxílios estatais*”²⁴⁵.

Salvo melhor entendimento, estas disposições legais não afastam por si só as preocupações levantadas nos parágrafos precedentes. O regime europeu de resolução bancária, norteador por princípios e regras semelhantes, não conseguiu em todos os casos cumprir este desígnio. Recorde-se o caso português da resolução do BES, em que os contribuintes têm até agora pago a *factura* não de forma directa, mas sim de modo indirecto, por via de um empréstimo público concedido ao Fundo de Resolução nacional e de garantias acordadas no âmbito do processo de venda do Novo Banco, as quais foram aceites

²⁴¹ NABILOU, ASIMAKOPOULOS (2019), p. 23.

²⁴² Artigo 21.º n.º 1 alínea d) do RRCCP.

²⁴³ Artigos 46.º n.º 2 e 47.º n.º 2 do RRCCP.

²⁴⁴ Artigos 46.º n.º 3 e 47.º n.º 2 do RRCCP.

²⁴⁵ Artigo 45.º n.º 1 do RRCCP.

inclusivamente admitidas ao abrigo das regras europeias de auxílios de Estado²⁴⁶. O RRCCP parece não fechar completamente a porta à ocorrência de um cenário semelhante. De facto, quando se refere que as AdR podem “*celebrar contratos para contrair empréstimos ou obter outras formas de apoio financeiro*”, a possível natureza pública destes financiamentos não será de excluir. Tudo isto com a agravante de não existirem fundos de resolução de natureza nacional ou europeia que possam ser mobilizados nestas circunstâncias²⁴⁷.

4.3. A suspensão da obrigação de compensação: possível marcha-atrás no regime do EMIR?

Numa nota final, também a possível suspensão da obrigação de compensação prevista no RRCCP merece a apresentação de algumas cautelas.

Esta solução surge no seguimento de posições que sustentam que a realização da compensação obrigatória de derivados de balcão através de uma CCP pode não conduzir ao reforço da estabilidade do mercado, especialmente em momentos de crise como os que provavelmente seriam causa e/ou consequência da resolução de tais entidades²⁴⁸. De facto, existem perspectivas que já sustentaram que a preponderância que as CCP assumiram no mercado de derivados de balcão em função das funções que lhes foram atribuídas pelo EMIR não só não permitem aumentar a solidez do mercado, como podem até ao invés acentuar os riscos inerentes à insolvência de uma CCP.

²⁴⁶ BARATA, André Mendes. O Mecanismo Único de Resolução: análise à luz do caso BES. Revista da Ordem dos Advogados, I/II (2017), pp. 141-142.

²⁴⁷ Não obstante terem sido já formuladas propostas destinadas à criação de mecanismos assentes numa lógica semelhante, em cujos termos as CCP e os respectivos membros compensadores constituiriam fundos detidos em *escrow* – além dos fundos de protecção – que pudessem ser mobilizados na eventualidade de ser desencadeado um procedimento de resolução. DUFFIE (2014), p. 9.

²⁴⁸ SINGH, TURING (2018), pp. 16-17

Não obstante, não pode deixar de ser considerada como paradoxal uma solução que num momento de crise do mercado deixa de tornar obrigatória uma das principais medidas de salvaguarda da sua estabilidade adotadas no seguimento da crise financeira mundial de 2007. Para efeitos de reflexão futura, questiona-se se a inscrição desta possibilidade de suspensão no RRCCP não virá a conduzir à reapreciação e eventual alteração do regime de compensação obrigatória constante do EMIR.

V. Conclusão

As CCP passaram a desempenhar um papel extremamente relevante na infraestrutura do mercado europeu de derivados de balcão por força das reformas que se seguiram à crise financeira mundial de 2007. No contexto do EMIR, é de destacar a regra geral de obrigação de compensação através de CCP a que ficaram sujeitos os derivados de balcão. As CCP ficaram assim encarregues de mitigar os riscos de contraparte e o risco sistémico neste mercado através do cumprimento das tarefas de compensação e liquidação destes instrumentos financeiros.

Para darem cumprimento a esta tarefa, as CCP são responsáveis pela cobrança de margens iniciais e de variação aos seus membros compensadores, devendo igualmente promover a devida capitalização do fundo de protecção destinado a cobrir eventuais perdas decorrentes de situações de incumprimento. De modo a internalizar os custos dessas ocorrências nos intervenientes do mercado, as contribuições para esse fundo deverão ser cobradas aos membros compensadores em função do seu nível de exposição ao risco.

Quanto aos procedimentos a aplicar em caso de insolvência de um membro compensador, refira-se o procedimento de cascata previsto no EMIR que estabelece uma hierarquização das entidades que devem responder pelas perdas decorrentes de situações de incumprimento: em primeiro lugar surgem o(s) membro(s) incumpridor(es), para apenas depois poderem vir a ser responsabilizados os demais membros compensadores. Neste âmbito, refiram-se igualmente as preocupações do EMIR dirigidas à necessidade de

mitigar o risco moral que poderia minar a gestão eficiente das CCP caso estas não respondessem com os seus recursos próprios em caso de incumprimento. Daí que o procedimento de cascata preveja uma solução de *skin in the game*, determinando que em caso de insolvência de um membro compensador os recursos próprios da CCP terão de responder imediatamente a seguir à utilização das margens e contribuições cobradas a esse membro em situação de *default*.

De forma a evitar a probabilidade de vir a ocorrer a insolvência de um membro compensador – e, por seu intermédio, a insolvência das próprias CCP –, o EMIR abriu a porta ao estabelecimento de rigorosas condições de admissão desse tipo de agentes por parte das CCP. Admitindo-se que quanto maior forem os indicadores de solidez exigidos aos membros compensadores maior será a solidez das próprias CCP, não se pode olvidar que esta solução dá origem a um *dilema de associação*. A concentração da compensação indirecta dos membros negociadores num pequeno número de membros compensadores pode conduzir a uma concentração de riscos nestes últimos que não seria inicialmente pretendida pelo Legislador europeu.

Se por um lado a maior importância do papel desempenhado pelas CCP no mercado dos derivados de balcão lhe veio conferir um maior grau de segurança e estabilidade, por outro lado abriu a porta à qualificação destas infraestruturas de mercado como instituições *too big to fail*. A discussão internacional em torno das CCP passou assim do seu papel no mercado dos derivados de balcão para a necessidade de serem estabelecidos regimes de resolução passíveis de serem aplicados a estas instituições de importância sistémica, de modo a evitar a cessação súbita da sua actividade num cenário de insolvência. O estabelecimento de semelhantes regimes seria assim não só essencial para conter os efeitos sistémicos decorrentes da insolvência de uma CCP, como também para evitar que dessa ocorrência resultassem avultados custos para os contribuintes.

Foi neste contexto que foi aprovado o RRCCP, diploma que condensa o regime europeu de resolução aplicável às CCP, e cujos objectivos essenciais se encontram em linha com aqueles que já anteriormente tinham norteados a aprovação do MUR dirigido às instituições de crédito.

Quanto às regras decorrentes deste regime, o RRCCP atribui às AdR – devidamente coadjuvadas pelos respectivos CdR – poderes para implementarem os seguintes instrumentos de resolução: (i) a repartição de posições e de perdas; (ii) a redução e conversão de instrumentos de propriedade e de instrumentos de dívida ou de outros passivos não garantidos; (iii) a alienação de instrumentos de propriedade emitidos pela CCP ou dos seus direitos, activos, obrigações e passivos; e (iv) a criação de uma CCP de transição.

É certo que o RRCCP permite ainda que exista o recurso a um apoio público nos casos em que este se revele ser indispensável para a devida resolução de uma CCP em situação de insolvência. Porém, este regime tenta ainda assim salvaguardar os contribuintes nesses cenários ao estabelecer que essa deve ser uma solução extraordinária de último recurso, cuja aplicação deve ser sempre limitada no tempo e que deve ser acompanhada da previsão de mecanismos destinados à recuperação dos dinheiros públicos injectados.

Nos casos em que as AdR considerem que tal é necessário para poderem levar a bom porto a resolução de uma determinada CCP, o RRCCP também introduziu uma alteração ao EMIR nos termos da qual aquelas autoridades poderão requerer à Comissão a suspensão da obrigação de compensação relativa aos derivados de balcão, desde que demonstrem que daí não resultarão perturbações para a estabilidade do mercado e sempre de uma forma limitada no tempo.

A aprovação do RRCCP marcou assim já um importante passo rumo a uma maior salvaguarda do mercado europeu dos derivados de balcão, ao estabelecer regras e procedimentos que seriam aplicáveis num período de séria perturbação financeira como aquele que envolveria a hipotética insolvência de uma CCP, evitando assim camadas adicionais de instabilidade que seriam decorrentes da ausência de um regime de resolução aplicável a estas infraestruturas de mercado de importância sistémica.

Ainda assim, a partir da análise do RRCCP podem já ser levantadas algumas questões passíveis de nortear futuras investigações sobre a matéria, as quais poderão vir a ser especialmente relevantes num momento em que as regras decorrentes deste regime tenham já observado uma implementação prática.

No que diz respeito à atribuição de competências para a resolução, estas acabam por estar concentradas na esfera das AdR. Não só porque serão estas a ter a última palavra quanto à elaboração dos planos de resolução – caso não seja possível obter consensos com os CdR, o que poderá vir a ocorrer em virtude da composição complexa destas entidades –, como também por ser sua a competência para a decisão sobre a aplicação dos instrumentos de resolução. Nota-se aqui desde já uma diferença de regime em relação ao MUR, cujos termos atribuem ao CUR poderes decisivos para a implementação de procedimentos de resolução. Fica assim por esclarecer se os possíveis ganhos decorrentes da proximidade entre as AdR competentes e as CCP sujeitas à sua alçada não serão suplantados por uma maior permissividade no que diz respeito à aplicação das regras do RRCCP.

Por seu lado, também os termos previstos para a aplicação de alguns instrumentos de resolução levantam reservas. A possibilidade de virem a ser resolvidos contratos e/ou reduzidos ganhos de membros não incumpridores poderá vir a criar focos de instabilidade e de incerteza junto de instituições que até ao início do procedimento de resolução se encontravam em pleno cumprimento das suas obrigações.

Também o instrumento de alienação de actividade e a previsão de que uma CCP de transição deve ser alienada a breve trecho e em boas condições de mercado poderão ser interessantes soluções teóricas, mas de difícil aplicação prática. Importa reconhecer a este nível que as CCP são instituições encarregues de uma operação complexa e de elevada envergadura financeira, pelo que se antecipa que apenas outras instituições já presentes no mercado estejam em condições de assumir as operações de uma CCP objecto de resolução. Ocorrendo essa resolução num contexto marcado por instabilidade no mercado, questiona-se assim (i) se existiriam interessados nessa aquisição, e, em caso afirmativo, (ii) se estariam dispostos a pagar um preço que estivesse em linha com as regras e princípios do RRCCP.

Compreendendo-se que os princípios que norteiam o RRCCP estejam em linha com aqueles que também se encontram na base do MUR, o último ponto focado permite ainda questionar se o aproveitamento de diversas soluções de resolução inicialmente pensadas para serem aplicadas a instituições de crédito serão as mais

adequadas para serem igualmente mobilizadas no cenário de insolvência de uma CCP. Isto porque existem substanciais diferenças na missão, na actividade e na estrutura das instituições de crédito por um lado, e das CCP por outro.

Caso as soluções contidas no RRCCP não se venham a revelar suficientes para impedir o recurso a financiamento público no contexto da insolvência de uma CCP, há que questionar se as condicionantes estabelecidas em torno da concessão de apoio público extraordinário serão suficientes para impedir que sejam de facto apresentadas novas facturas aos contribuintes decorrentes de crises nos mercados financeiros. Assumindo a importância sistémica das CCP, não será de afastar a hipotética ocorrência de cenários em que os EM acabem por ter de financiar operações de resolução de CCP. Tome-se como exemplo o caso da resolução do BES, no âmbito da qual o Estado português acabou por se tornar credor do Fundo de Resolução pela via de empréstimos que lhe foram concedidos – o que é especialmente relevante, na medida em que o RRCCP prevê exactamente que a obtenção de empréstimos poderá ser uma das fontes de financiamento a serem utilizadas pelas AdR.

Por fim, a possibilidade de a obrigação de compensação de derivados de balcão decorrente do EMIR vir a ser suspensa no âmbito de um procedimento de resolução apresenta-se como uma solução algo paradoxal. Isto porque, em última análise, uma das formas de garantir a subsistência da actividade de uma CCP será suspender a prossecução da tarefa essencial por si prosseguida no âmbito do EMIR tendo em vista garantir a estabilidade do mercado. Questiona-se assim se esta solução não poderá marcar um primeiro passo rumo à redefinição da obrigação de compensação no futuro próximo.

Bibliografia

• Livros e artigos científicos

ALLEN, Julia Lees – Derivatives Clearinghouses and Systemic Risk: A Bankruptcy and Dodd-Frank Analysis. *Stanford Law Review*, 64 (2012).

- ANTUNES, José Engrácia – Os Instrumentos Financeiros. Almedina, 3.^a Edição revista e actualizada, 2017.
- ASCENSÃO, José de Oliveira – Derivados. Instituto dos Valores Mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários, IV (2003), pp. 41-68.
- BARATA, André Mendes. O Mecanismo Único de Resolução: análise à luz do caso BES. *Revista da Ordem dos Advogados*, I/II (2017), pp. 117-159.
- BARATA, André Mendes. O Resgate do Sistema Bancário: a Intervenção Pública em Cenários de Crise. Universidade de Lisboa, 2014. Dissertação de Mestrado.
- BARBOSA, Mafalda Miranda; GONÇALVES, José Luís – Instrumentos Financeiros. Gestlegal, 2020.
- BIGNON, Vincent; VUILLEMEY, Guillaume – The Failure of a Clearinghouse: Empirical Evidence. Working Paper 638, Banque de France, 2017.
- BRAITHWAITE, Jo – The Dilemma of Client Clearing in the OTC Derivatives Markets. *European Business Organization Law Review*, 17 (2016), pp. 355-378.
- CÂMARA, Paulo – Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Almedina, 4.^a Edição, 2018, p. 585.
- CANINI, Romualdo – Central Counterparties are Too Big for the European Securities and Markets Authority (Alone): Constructive Critique of the 2019 CCP Supervision Regulation. *European Business Organization Law Review*, 2021.
- CARTER, Louise; COLE, Duke – Central Counterparty Margin Frameworks. Reserve Bank of Australia, Bulletin December (2017), pp. 85-94.
- CARTER, Louise; GARNER, Megan – Skin in the Game – Central Counterparty Risk Controls and Incentives. Reserve Bank of Australia, Bulletin June (2015), pp. 79-88.
- CORDEIRO, A. Barreto Menezes – Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Almedina, 2.^a Edição, 2018.
- CUNLIFFE, Jon – Central Clearing and Resolution – learning some of the lessons of Lehmans. Central Clearing and Resolution – learning some of the lessons of Lehmans. FIA International Derivatives Expo 2018, London Tuesday 5, 2018.
- DUFFIE, Darrell – Resolution of Failing Central Counterparties. Stanford University, 2014.

- FARUQUI, Umar; HUANG, Wenqian; TAKÁTS, Előd – Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus. *BIS Quarterly Review*, December (2018), pp. 73-90.
- FONSECA, Tiago Soares da – Do contrato de opção: esboço de uma teoria geral. *Lex*, 2001.
- FONTAINE, Jean-Sébastien; SAIZ, Héctor Pérez; SLIVE, Joshua – Access, Competition and Risk in Centrally Cleared Markets. *Bank of Canada Review*, Autumn (2012), pp. 14-22.
- FRIESZ, Melinda; VÁRADI, Kata – The Role of Central Counterparties on the Energy Market. *International Journal of Multidisciplinary in Business and Science*, 5:8 (2019), pp. 48-56. ~
- GREGORY, Jon – Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives. *John Wiley & Sons*, 2014.
- HILLS, Bob [et al.] – Central counterparty clearing houses and financial stability. *Financial Stability Review*, June (1999), pp. 122-134.
- HUGHES, David; MANNING, Mark – CCPs and Banks: Different Risks, Different Regulations. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, December Quarter (2015), pp. 67-80.
- HULL, John – OTC derivatives and central clearing: can all transactions be cleared? *Financial Stability Review No. 14*, Banque de France, 2010, pp. 71-80.
- KROSZNER, Randall S. – Central counterparty clearing: History, innovation, and regulation. *Federal Reserve Bank of Chicago, European Central Bank, Issues Related to Central Counterparty Clearing*, Frankfurt, Germany, April 3–4, 2006.
- LANE, Timothy; DION, Jean-Philippe; SLIVE, Joshua – Access to central counterparties: why it matters and how it is changing. *Financial Stability Review*, 17 (2013), pp. 169-177.
- MONTEIRO, Manuel – O Regime Europeu do Short Selling. In *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Volume II, p. 33, pp. 29-55.
- MURPHY, David – *OTC Derivatives: Bilateral Trading & Central Clearing*. *Global Financial Markets*, 2013.
- NABILOU, Hossein; ASIMAKOPOULOS, Ioanis G. – In CCP We Trust ... Or Do We? Assessing the Regulation of Central Clearing Counterparties in

Europe. Law Working Paper number 2019-013, Université du Luxembourg, 2019.

NORMAN, Peter – *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*. John Wiley & Sons, 2011.

PIRRONG, Craig – *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*. Discussion Papers Series Number One, International Swaps and Derivatives Association, 2011.

PRIEM, Randy – CCP recovery and resolution: preventing a financial catastrophe. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26:3 (2018), pp.351-364.

RABIN, Matthew; VAYANOS, Dimitri – The Gambler's and Hot-Hand Fallacies: Theory and Applications. *Review of Economic Studies*, 77 (2010), pp. 730–778.

REHLON, Amandeep; NIXON, Dan – Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?. *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 2 (2013).

RUSSO, Daniela; HART, Terry L.; SCHÖNENBERGER, Andreas – The evolution of clearing and central counterparty services for Exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison. *Occasional Paper Series No. 5*, European Central Bank, 2002.

SCHOEN, Edward J. – The 2007–2009 Financial Crisis: An Erosion of Ethics: A Case Study. *Journal of Business Ethics*, 146 (2017), pp. 805–830.

SINGH, Manmohan; TURING, Dermot – *Central Counterparties Resolution —An Unresolved Problem*. Working Paper 18/65, International Monetary Fund, 2018.

TEIXEIRA, Maria Emília – *O Contrato de Swap: o credit default swap e o seguro de crédito*. Almedina, 2017, p. 216.

WENDT, Froukelien – *Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature*. Working Paper 15/21, International Monetary Fund, 2015.

• **Relatórios e documentos oficiais**

AUTORIDADE EUROPEIA DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS – CCPs' Membership Criteria and Due Diligence. Final Report. 2020.

- AUTORIDADE EUROPEIA DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS – Guidelines and Recommendations regarding the implementation of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures in respect of Central Counterparties. 2014.
- BANCO CENTRAL EUROPEU – Central counterparty clearing houses and financial stability. *Financial Stability Review*, December, 2005, pp. 177-182.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – OTC derivatives market activity in the second half of 2008. 2009.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – Principles for financial market infrastructures. 2012.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – Recomendações para contrapartes centrais. 2004.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – Principles for financial market infrastructures. 2012.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – Recovery of financial market infrastructures. 2014.
- FINANCIAL STABILITY BOARD – Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions. 2011.
- FINANCIAL STABILITY BOARD – Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions. 2014.
- FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION – Central Clearing: Recommendations for CCP Risk Management. 2018.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – Global Financial Stability Report Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System. 2010.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties. In *Global Stability Report*, 2010.
- SECURITIES REVIEW COMMITTEE – The Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry. Report. 1988.
- THE GIOVANNINI GROUP – Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. 2001.
- THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU – Report. 2009.