

“LEGISLAÇÃO CONCERTADA ENTRE OS EUA E A UE: O REGULAMENTO EMIR E A DODD-FRANK ACT”

“Concerted legislation between the USA and the EU: E.M.I.R. and the Dood-Frank Act”

MARÍA EMÍLIA TEIXEIRA¹

Universidade Portucalense, Infante D. Henrique

Sumário: Introdução. 1. A crise financeira e os derivados financeiros. 2.1. O Regulamento EMIR na União Europeia. 2.2. A *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* nos EUA. 3. Pontos de contacto entre o Regulamento EMIR e a Dood- Frank Act. 4. Conclusão. 5. Bibliografia.

Resumo: Os Estados Unidos da América e a União Europeia adotaram determinadas medidas legislativas para fomentar a transparência nas negociações de derivados negociados ao balcão (*OTC*), os quais se estimam terem sido uma das principais causas para a disseminação dos efeitos negativos da crise financeira de 2007/2008.

Apesar de as legislações americana e europeia serem dissidentes acerca de alguns aspetos, designadamente no que se refere à não admissão como contrato de seguro de alguns contratos com a mesma causa e fim, como os *swaps*, no geral, pode concluir-se que têm finalidades idênticas.

Obviamente que não foram os derivados financeiros os principais responsáveis pela crise, todavia, a sua parca regulamentação e fiscalização contribuiu para camuflar a verdadeira dimensão do risco sistémico potencial. Desta forma, tanto os EUA como a UE se debruçaram sobre a regulamentação, fiscalização e controlo destas transações, originando a Dood-Frank Act nos EUA e o Regulamento EMIR na UE.

Palavras chave: Derivados financeiros, *Swaps*, *Dood-Frank Act*, Regulamento EMIR.

Abstract: The United States of America and the European Union have adopted certain legislative measures to promote transparency in the negotiations of derivates traded over-the-counter (*OTC*), which are estimated to have been one of the main causes for the spread of the negative effects of the financial crisis of 2007/2008.

¹ Doutora em Direito Bancário, Professora Auxiliar na Universidade Portucalense, Membro do Instituto Jurídico Portucalense e Advogada inscrita na Ordem dos Advogados Portuguesa. Email institucional: emiliat@upt.pt.

Although the American and European laws diverge about some aspects, in particular as regards the non-admission as insurance contract for some contracts with the same cause and end, such as swaps, in general, it can be concluded that the objectives are identical.

Obviously that were not financial derivatives the main responsible for the crisis, however, their meager regulation and monitoring contributed to disguise the true dimension of systemic risk potential. In this way, both the USA and the EU have focused on the regulation, supervision and monitoring of these transactions, causing the Dood-Frank Act in the USA and the E.M.I.R. in the EU.

Keywords: Financial Derivatives, *Swaps*, *Dood-Frank Act*, E.M.I.R.

1. Introdução

Não existem muitos fenómenos legislativos concertados entre a União Europeia e os Estados Unidos da América (EUA), muito se devendo não só ao facto de as atuais realidades de ambos os territórios não ditarem propriamente as mesmas necessidades, bem como devido à diferente matriz jurídica caracterizadora dos respetivos ordenamentos jurídicos.

Todavia, em cenários de crise essa aproximação tende a ser palpável, principalmente quando os efeitos da crise se espalham por todo o mundo. É consabido que não existe uma globalização jurídica como sucede com a globalização económica, já enraizada. Precisamente devido à eliminação das fronteiras que separavam os sistemas financeiros de cada território, as vicissitudes negativas sentidas num determinado local geram ondas de choque que se espalham a todos os sistemas financeiros e o exemplo mais recente deste efeito contágio centra-se na crise financeira que emergiu nos anos de 2007 e 2008 nos Estados Unidos da América, motivada pela bolha imobiliária especulativa ali gerada.

Pretendemos agora analisar não as causas dessa crise, que em grande parte reportamos ao uso abusivo dos derivados financeiros, mas mais o fenómeno legislativo que surgiu quer nos EUA e na UE após a crise e como resposta a esse advento.

1. A crise financeira e os derivados financeiros

A crise financeira que eclodiu nos Estados Unidos da América em finais de 2007 evidenciou as deficiências existentes no modo de atuação e de governo das instituições de crédito. Devido à engenharia financeira, os efeitos nefastos daquela crise, que deveria ter sido local, alastraram-se a todo o mundo, com especial incidência na Europa e, necessariamente, em Espanha e Portugal. A crise financeira demonstrou que os derivados, em períodos de *stress* dos mercados, tendem a potenciar as incertezas, conduzindo a uma instabilidade dos mercados e do sistema financeiro, impondo-se maior transparência na respetiva negociação.

Urgiu, portanto, a tomada de medidas preventivas para que tal fenómeno não voltasse a suceder e, quer nos EUA quer na União Europeia (UE), surgiram movimentos legislativos no sentido de impor regras de atuação aos intervenientes do sistema financeiro, bem como se definiram sanções para o respetivo incumprimento. Pretendeu-se estabelecer, em ambos os casos, regras potenciadoras de maior transparência nas negociações de derivados *over the counter* destinadas às entidades supervisores, sendo que nos EUA, a entidade de supervisão é a SEC/CFTC e na União Europeia a ESMA.

A União Europeia elaborou o Regulamento (UE) n.º 648/2012, Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho (Regulamento EMIR - *European Market Infrastructure Regulation*), embora já tenha sofrido algumas alterações². Por seu turno, os EUA legislaram com estes mesmos objetivos, entre outros, com a conhecida lei de Dodd-Frank (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 5 de Janeiro de 2010), que se ocupou, na sua Parte II, da regulação dos mercados de *swaps*.

A principal disciplina deste Regulamento e daquela Parte II da *Dodd-Frank Act* refere-se à obrigatoriedade de certos derivados, pelo seu volume e importância, terem de ser compensados por contrapartes centrais autorizadas, visando assegurar o bom funcionamento do mercado, impondo-se o dever de comunicação aos repositórios de transações, os dados referentes a todos os contratos de derivados celebrados. Pretende-se, assim, que haja uma informação completa, centralizada e atualizada, de modo a facultar uma maior transparência sobre estas operações e a facilitar a tarefa das entidades supervisoras.

Nos EUA, a *Dodd-Frank Act* pretendeu recuperar a confiança no mercado dos *swaps*, tendo implementado uma reforma a nível da indústria financeira, na perspetiva de defesa e proteção do consumidor contribuinte, sujeitando as instituições de crédito à regulamentação e às vicissitudes que uma empresa em crise se submete, designadamente, a falência. Neste aspeto, quer os EUA quer a União Europeia, desenvolveram esforços paralelos e simultâneos para controlar o modo de realização de certas operações financeiras, tentando evitar a ocorrência de outro abalo no sistema financeiro, o qual, fruto da globalização económica atual, acarretará consequências negativas para todo o mundo, independentemente do local do *epicentro*.

2.1 O Regulamento EMIR na União Europeia

Na realidade, como refere Paulo Câmara³, "a crise financeira iniciada em 2008

² Pelo Regulamento (UE) 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de Junho, Pelo Regulamento Delegado (UE) 1002/2013 da Comissão Europeia de 12 de Julho, Pela Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Maio e pela Diretiva 2015/849/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de Maio.

³ Cfr. CÂMARA, P., «Supervisão bancária: recentes e próximos desenvolvimentos», *I Congresso de Direito Bancário*, Almedina, 2015, pp. 284 e 285.

expôs as deficiências na estrutura de capital, no cumprimento dos deveres de conduta e no governo societário de múltiplas instituições de crédito” o que suscitou “discussões amplas sobre a eficácia das autoridades de supervisão bancárias”.

Antes de avançarmos para as inovações trazidas pelo Regulamento EMIR, salientamos que a reforma das regras de supervisão baseou-se no risco e no perfil de risco das instituições de crédito⁴.

Com base neste pressuposto, foram delineadas e aprimoradas técnicas de mensuração dos riscos a que cada instituição se encontra em dado momento exposta, efetuando-se *stress tests*, ou testes de resistência, e análises aprofundadas da estrutura organizacional de cada instituição, para melhor se perceber (e controlar) o governo das mesmas.

Os testes de resistências tiveram a sua origem nos Estados Unidos da América, delineados por Timothy Franz Geithner, nomeado em 2009 por Barack Obama, Secretário do Tesouro dos Estados Unidos.

O objetivo destes testes é a certificação de que as instituições possuem um nível bom de resiliência face a cenários de crise económica ou situações de emergência, ou seja, testar se são capazes de superar e recuperar em circunstâncias de dificuldades económicas extremas. Funcionam assim como um importante método de supervisão⁵.

Um outro método de supervisão são os *living wills* que consistem na obrigação de apresentação de planos de recuperação e de resolução em caso de insolvência da instituição financeira.

Estes *living wills* são obrigatórios para toda e qualquer instituição que esteja legalmente habilitada a rececionar depósitos, já nos Estados Unidos da América só são aplicáveis para aquelas instituições que sejam classificadas como sistemicamente relevantes. Cremos que a primeira política se afigura melhor, em termos preventivos.

Isto posto, a União Europeia elaborou o Regulamento (UE) n.º 648/2012, Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações, a estabelecer o respetivo regime sancionatório, que designaremos por Regulamento

⁴ CÂMARA, P., «Supervisão bancária: recentes e próximos desenvolvimentos», *I Congresso de Direito Bancário*, Almedina, 2015, p. 288, refere que: “O perfil de risco de cada instituição contribui para definir as prioridades de supervisão por parte de cada autoridade e para determinar o programa de supervisão (*off-site* e *on-site*) a aplicar”.

⁵ No último exercício, efetuado pelo Banco Central Europeu e pela European Banking Authority - EBA, a cento e vinte e três bancos da zona Euro, e que tiveram em consideração os resultados de Dezembro de 2013, existiram vinte e cinco bancos que chumbaram, sendo que o Banco Comercial Português fora um deles. Os outros dois bancos portugueses sujeitos a estes testes, Caixa Geral de Depósitos e o Banco Português de Investimento, passaram. Os resultados dos testes referentes a todos os bancos submetidos aos mesmos podem ser consultados em <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014/results>.

EMIR, por se dedicar à regulamentação sobre o *European Market Infrastructure Regulation*⁶.

O Regulamento EMIR deve ser interpretado em conjunto com as respetivas normas técnicas de regulamentação, constantes do Regulamento Delegado n.º 148/2013, de 19 de dezembro, referente aos dados mínimos a comunicar aos repositórios de transações, Regulamento Delegado n.º 149/2013, de 19 de dezembro⁷, sobre os acordos de compensação indireta, a obrigação de compensação, o registo público, o acesso a um espaço ou organização de negociação, as contrapartes não financeiras e as técnicas de atenuação dos riscos para os contratos de derivados *over-the-counter* não compensados através de uma contraparte central, do Regulamento Delegado n.º 150/2013, de 19 de dezembro, relativo aos pormenores dos pedidos de registo como repositório de transações, do Regulamento Delegado n.º 151/2013, de 19 de dezembro, do Regulamento Delegado n.º 152/2013, de 19 de dezembro, do Regulamento Delegado n.º 153/2013, de 19 de dezembro e do Regulamento Delegado n.º 876/2013, de 28 de maio e com as normas técnicas de execução constantes do Regulamento de Execução n.º 1247/2012, de 19 de dezembro, do Regulamento de Execução n.º 1248/2012, de 19 de dezembro e do Regulamento de Execução n.º 1249/2012, de 19 de dezembro.

A principal disciplina que este Regulamento trouxe refere-se à obrigatoriedade de certos derivados, pelo seu volume e importância, terem de ser compensados por contrapartes centrais autorizadas, visando assegurar o bom funcionamento do mercado.

⁶ As atribuições do EMIR foram consultadas em http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/emir-faqs_en.pdf (acedido em 02 de fevereiro de 2015).

⁷ Destacamos, com relevância para o nosso trabalho, o art. 12.º alíneas a) e b) que referem que “um contrato de derivados OTC celebrado entre contrapartes financeiras ou não financeiras referidas no artigo 10.º do Regulamento EMIR e que não seja compensado através de uma CCP, deve ser confirmado, sempre que possível por via eletrónica, logo que possível e o mais tardar: a) Para os *swaps* de risco de incumprimento de crédito e *swaps* de taxas de juro celebrados até 28 de fevereiro de 2014, inclusive, até ao final do segundo dia útil seguinte à data de execução do contrato de derivados OTC; b) Para os *swaps* de risco de incumprimento de crédito e *swaps* de taxas de juro celebrados após 28 de fevereiro de 2014, até ao final do dia útil seguinte à data de execução do contrato de derivados OTC”, e o art. 10.º, que estipula os critérios para determinar que contratos de derivados OTC reduzem objetivamente os riscos, sendo que no n.º 1, al. b) diz que “um contrato de derivados OTC será considerado como um contrato que reduz de forma objetivamente mensurável os riscos diretamente relacionados com a atividade comercial ou com as atividades de gestão de tesouraria das contrapartes não financeiras ou dos grupos envolvidos quando, quer por si só quer em combinação com outros contratos de derivados, quer diretamente quer mediante instrumentos estreitamente correlacionados, preencher uma das seguintes condições: b) Cobrir os riscos decorrentes do potencial impacto indireto sobre o valor dos ativos, serviços, fatores de produção, produtos, mercadorias ou passivos referidos na alínea a) em resultado de flutuações das taxas de juro, das taxas de inflação, das taxas de câmbio ou do risco de crédito.

Entre outras medidas, o Regulamento trouxe ainda a imposição do dever de comunicação aos repositórios de transações, dos dados referentes a todos os contratos de derivados celebrados. Este dever impende sobre as contrapartes financeiras e não financeiras e sobre as contrapartes centrais, para que haja uma informação completa centralizada e atualizada, de modo a facultar uma maior transparência sobre estas operações e a facilitar a tarefa da entidade supervisora.

Foi designada como autoridade portuguesa competente para a supervisão das supervisão das contrapartes financeiras o Banco de Portugal, juntamente com a Comissão de Mercados de Valores Mobiliários e a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões⁸, estas últimas nos sectores de supervisão a que estão obrigadas por força dos seus estatutos. A supervisão das contrapartes não financeiras fica a cargo da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários, bem como a autorização e supervisão das contrapartes centrais, controlando ainda a autenticidade das decisões da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados⁹.

Esta autoridade europeia tem o dever de seguir a atividade dos derivados do mercado de balcão, sinalizando os derivados desta categoria que são suscetíveis de propiciar risco sistémico e agir no sentido de salvaguardar a estabilidade dos mercados financeiros em situações de emergência, garantindo uma aplicação coerente das regras da União por parte das autoridades nacionais de supervisão e resolvendo diferendos entre as diversas autoridades¹⁰.

As câmaras de compensação mantêm-se com este regulamento, todavia, as suas entidades gestoras não podem continuar a funcionar como contrapartes centrais. Só às contrapartes centrais compete a função de o ser.

Este Regulamento visou, portanto, atingir uma maior transparência nos derivados de mercado de balcão, atendendo à sua forma de negociação, que é privada e produz efeitos *inter partes*. Mas a rede que criam, dificulta a perceção dos níveis de risco que os mesmos encerram. Aliás, esta necessidade de controlo e maior transparência relativamente à negociação dos derivados OTC levou a que, em setembro de 2009, os líderes do G20 acordassem que os mesmos deveriam ser compensados através de contrapartes centrais e ser comunicados a repositórios de transações.

⁸ Substitui a designação ISP – Instituto de Seguros de Portugal – e continua a ser a autoridade nacional portuguesa responsável pela regulação e supervisão, quer prudencial, quer comportamental, da atividade seguradora, resseguradora, dos fundos de pensões e respetivas entidades gestoras e da mediação de seguros.

⁹ Também denominada pelo acrónimo ESMA. Esta entidade é a autoridade responsável pelo sancionamento, registo, reconhecimento e supervisão dos repositórios de transações e foi instituída pelo Regulamento Europeu n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho.

¹⁰ Cfr. Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento e do Conselho, de 4 de julho de 2012, ponto 10.

Note-se que o Código dos Valores Mobiliários, não obstante a nova redação que lhe foi conferida pelo Decreto-Lei n.º 40/2014, de 18 de março, com início de vigência a 17 de abril de 2014, que aprova as medidas nacionais necessárias à aplicação em Portugal do Regulamento EMIR, manteve a necessidade de as operações realizadas em mercado regulamentado e sistema de negociação multilateral sobre os instrumentos financeiros referidos nas alíneas e) e f) do n.º 1 do artigo 2.º serem objeto de compensação com interposição de contraparte central¹¹.

A Lei Portuguesa n.º 6/2014, de 12 de fevereiro, autorizou o Governo a aprovar o regime que assegura a execução, na ordem jurídica interna portuguesa, das obrigações decorrentes do Regulamento EMIR. No art. 1.º, n.º 2 alínea c) da referida lei prevê-se que o Governo regulamente os limites ao exercício da atividade de contraparte central e pelo n.º 3 fica também autorizado o Governo, para assegurar a execução do referido Regulamento na ordem jurídica interna, a regular o funcionamento de câmara de compensação ou de sistema de liquidação.

Através do Decreto-Lei n.º 40/2014, de 18 de março¹², o Governo Português, na sequência da autorização legislativa concedida, aprova as medidas nacionais necessárias à aplicação em Portugal do Regulamento EMIR e no seu preâmbulo, refere-se que a crise financeira colocou a *nu* os riscos que a utilização de contratos de derivados negociados fora de mercado regulamentado acarretam, uma vez que existe uma rede complexa de interdependências que se estabelecem, o que contribui para um grau de transparência diminuto, uma vez que são negociados de forma exclusivamente bilateral.

Desta forma, o Regulamento impõe que certas categorias dos contratos de derivados sejam compensados através de contrapartes centrais, para assegurar um funcionamento regular do mercado e para evitar repetição dos efeitos que causaram um abalo sério no sistema financeiro. Relembre-se que a crise financeira demonstrou que os derivados, em períodos de *stress* dos mercados, tendem a potenciar as incertezas e conduzem, por conseguinte, a uma instabilidade dos mercados e do sistema financeiro, impondo-se, portanto, este aumento da transparência nestes contratos derivados. Visou-se, assim, implementar maior segurança e transparência na negociação destes derivados, pretendendo-se com isso evitar que haja um controlo pouco eficaz e falacioso dos riscos envolvidos nessas operações. Em suma, o que se aspirou foi a implementação de medidas para controlo dos riscos em cenários de pressão dos mercados¹³.

¹¹ Cfr. art. 258.º do Código dos Valores Mobiliários.

¹² Já alterado pelo Decreto-Lei nº 157/2014 de 24 de outubro, que transpôs para a ordem interna a Diretiva 2013/36/EU.

¹³ Refere o Regulamento EMIR, ponto 4, que “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

De forma não exaustiva, referimos que o EMIR prevê várias obrigações, sendo que em derivados prevê a obrigação de compensação centralizada, isto é, junto de uma contraparte central, a mitigação de risco para derivados *over the counter* não compensados centralmente, a comunicação obrigatória das transações sobre todos os derivados a repositórios de transações. No que concerne às contrapartes centrais, prevê a autorização e supervisão, os requisitos aplicáveis e a interoperabilidade, e relativamente aos repositórios de transações¹⁴, consagra regras sobre o registo e supervisão e sobre o acesso à informação.

O principal objetivo dos repositórios de transações é a concentração de toda a informação para uma identificação mais fácil e eficaz do nível de risco sistémico, bem como quais as entidades onde o mesmo começa a sobressair e a respetiva dimensão.

Resulta dos artigos 4.º, 5.º e 6.º do Regulamento EMIR e do Regulamento Delegado n.º 149/2013 quais os derivados OTC que têm de ser compensados por contrapartes centrais.

Sobre a contraparte central, o Regulamento prevê os requisitos relativos à autorização, ao exercício da atividade e à supervisão de contrapartes centrais nos seus artigos 14.º a 54.º, quais os requisitos de capital mínimo e prudenciais, no que diz respeito à sua organização e exercício de atividade, sendo que além dos que constam do Regulamento EMIR, podem os Estados Membros exigir requisitos suplementares¹⁵.

As contrapartes centrais são pessoas coletivas que se interpõe entre as contrapartes em contratos negociados num ou mais mercados financeiros, agindo, como vimos, como comprador perante todos os vendedores e como vendedor perante todos os compradores.

Com este Regulamento, as contrapartes centrais deixam de poder acumular outras funções, nomeadamente a de entidades gestoras das câmaras de compensações, que se mantêm, consagrando-se a exclusividade do seu objeto das

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. O presente regulamento estabelece condições para a limitação desses riscos e para o aumento da transparência dos contratos de derivados”.

¹⁴ Por repositório de transações entenda-se uma pessoa coletiva que recolhe e conserva centralmente os dados respeitantes a derivados. Estes repositórios de transações armazenam a informação referente aos derivados e que lhe é comunicada pelos participantes de Mercado, quer sejam ou não compensados por uma pessoa coletiva que se interpõe entre as contrapartes em contratos negociados num ou mais mercados financeiros, agindo como comprador perante todos os vendedores e como vendedor perante todos os compradores, também denominada por CCP. A informação fica acessível à ESMA, ao ESRB e aos bancos centrais relevantes.

¹⁵ Sobre as normas técnicas de regulamentação sobre os requisitos de capital das contrapartes centrais, veja-se o Regulamento Delegado (UE) n.º 152/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012.

contrapartes centrais.

Faz-se uma divisão entre contratos de derivados elegíveis e não elegíveis para compensação através de contraparte central, estipulando-se regras diferentes consoante a classe em que os derivados se insiram.

Estipulam-se e regulamentam-se as obrigações que impendem sobre as contrapartes financeiras¹⁶ nos contratos de derivados, abrangendo as entidades autorizadas a exercer atividades nos setores bancário, segurador e dos fundos de pensões e dos valores mobiliários.

As instituições que tenham celebrado um *ISDA Master Agreement* com contrapartes, ao abrigo do qual tivessem sido celebrados contratos de derivados *OTC*, deverão implementar os procedimentos e mecanismos exigidos pelo Regulamento EMIR, a fim de os adequar às novas obrigações impostas por este Regulamento.

A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA¹⁷) é a autoridade responsável pelo registo, reconhecimento, supervisão e sancionamento das entidades que funcionarão como repositórios de transações, ou seja, pessoas coletivas que recolhem e conservam centralmente os dados respeitantes a derivados.

O Regulamento procedeu ainda à alteração da Diretiva n.º 98/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de maio, no que concerne ao caráter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamento e de liquidação de valores mobiliários, protegendo mais os direitos dos operadores.

Desta forma, em suma, com as novas imposições trazidas com o Regulamento EMIR, passa a existir a obrigação de compensação centralizada, com imposição de intervenção de uma contraparte central. Esta câmara de compensação irá assumir a responsabilidade pela execução de todos os contratos de *swap* e assumirá o *default* de uma das partes, isto é, assume os riscos que inicialmente eram riscos bilaterais. Esta câmara de compensação tratará, portanto, do apuramento das posições e calculará as posições líquidas.

A contraparte central não será, todavia, contraparte, irá apenas fazer a compensação central, recolhendo garantias de ambas as partes (colateral), o que

¹⁶ São contrapartes financeiras as Empresas de investimento autorizadas nos termos da Diretiva nº 2004/39/CE, Instituições de crédito autorizadas nos termos da Diretiva nº 2006/48/CE, as Empresas de seguros autorizadas nos termos das Diretivas nºs 73/239/CEE e 2002/83/CE, as Empresas de resseguros autorizadas nos termos da Diretiva nº 2005/68/CE, os Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (e a respetiva sociedade gestora autorizada nos termos da Diretiva nº 2009/65/CE, as Instituições de realização de planos de pensões profissionais, os Fundos de investimento alternativo geridos por uma entidade responsável pela gestão autorizada ou registada nos termos da Diretiva nº 2011/61/UE.

¹⁷ Sobre esta autoridade e o seu papel na supervisão financeira europeia, veja-se MACHADO, C. D., «A ESMA e a arquitectura de Supervisão Financeira Europeia», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 37, 2010, pp. 70 a 104.

diminui o risco, pois se uma parte não cumprir a contraparte central possui uma garantia para acionar. As garantias vão sendo exigidas e libertadas pela contraparte central à medida que se vai fazendo o apuramento das posições. A contraparte central funcionará como uma espécie de “bolsa”. Ocorre portanto uma concentração do risco na contraparte central, decorrente desta mutualização do risco.

Com esta nova regulamentação torna-se os mercados privados OTC em mercados semi-privados, na medida em que passam a obedecer agora a regras típicas dos mercados regulamentados, transformam-se em mercados formais.

A vantagem decorrente desta obrigatoriedade de compensação centralizada é que o risco, que era bilateral, que se encontrava expandido está agora concentrado numa só entidade, sendo mais fácil, em princípio, controlá-lo, através de mecanismos de mitigação de riscos.

O que acontece é que se isola cada contraparte, transferindo-se o risco para uma entidade e controla-se apenas esta entidade e, conseqüentemente, o risco sistémico.

No entanto, cremos que o propósito efetivo é aumentar a transparência e facilitar a supervisão. Não ignoramos, porém, a possibilidade de também esta contraparte central ficar descontrolada e o risco ser ainda maior em caso de *default* desta entidade. Mas a realidade é que é menos provável a ocorrência de uma insolvência de uma contraparte central do que de um Banco, o que resolve o problema de transformação de maturidade, dado que gerará uma maior liquidez no mercado. Há ainda quem defenda que este sistema só funcionaria se existisse apenas uma contraparte central para centralizar tudo, mas isso anularia o Regulamento EMIR e o *Dodd-Frank Act*.

A essência da contraparte central é proceder à comparticipação da liquidez, há uma parte dos ativos líquidos que vão ser afetados ao cumprimento dos derivados, há um ganho de liquidez.

Duas notas importantes a acrescentar acerca do Regulamento EMIR. Primeira, este Regulamento também se aplica aos derivados *Exchange Traded Derivatives (ETD's)*, também chamados de *Listed* (listados), apesar de tal não resultar do Regulamento, há instruções internacionais neste sentido. A segunda, há *OTC's* compensados e não compensados, e os compensados só têm de o ser se ultrapassarem os limiares de compensação consagrados nas normas técnicas de regulamentação do Regulamento EMIR¹⁸.

¹⁸ Não cremos que, perante a nossa realidade interna, haja lugar a compensação, pois os valores são extremamente elevados, foram calculados perante a realidade europeia.

2.2 A *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* nos EUA

Em julho de 2010, a lei de *Dodd-Frank*¹⁹ tornou-se uma lei federal dos Estados Unidos da América, tendo vindo implementar uma reforma a nível da indústria financeira e sobretudo na decorrência da crise financeira de 2008, e na perspetiva de defesa e proteção do consumidor contribuinte, obrigando os bancos a regulamentação e às vicissitudes que uma empresa em crise se submete, designadamente, a falência. Esta lei é bastante extensa²⁰ e criou o *Financial Stability Oversight Council*, o *Consumer Financial Protection Bureau*²¹, funcionam como aliados dos consumidores perante os bancos que tendo uma elevada dimensão não se encontram regulados e que, com a sua atividade, podem provocar graves prejuízos aos consumidores.

Esta lei veio conceder autorização para *Commodity Futures Trading Commission* fiscalizar os comerciantes de *swap*, elaborando uma lista de concessionárias de *swap* provisoriamente registadas. Impôs requisitos mínimos a nível de capitais e margens menores de risco para o sistema assim pretendendo de uma maneira genérica incrementar a transparência e melhorar os preços nos derivados de mercado e pugnar por uma negociação mais limpa e transparente. O propósito principal consistiu na redução do risco em que o público americano incorreria se estas operações corressem fora dos trâmites planeados, tal como sucedeu na crise financeira de 2007 e 2008.

Criou esta legislação novos departamentos dentro da já existente *Securities and Exchange Commission*, um dos quais é dedicado àquelas que são apontadas como uma das principais responsáveis pela crise financeira de 2008, as Agências de *rating*.

A *Dodd-Frank Act* dedicou-se essencialmente às instituições que assumem uma grande dimensão, pois são precisamente essas que poderão provocar efeitos mais graves e devastadores no sistema financeiro mundial se algo correr mal, estabelecendo, assim, quais as instituições sistemicamente importantes e ponderar a sua respetiva divisão, sendo que a eventualidade de resgate pela Reserva Federal da América a essas instituições está mais limitada.

Pugna ainda esta lei pela maior transparência na utilização dos derivados financeiros, e regressa novamente à política da *Glass-Steagall Act*, revogada após a criação do *Citigroup*, num sentido de tentar regressar à divisão entre banca comercial e banca de investimento e salvaguardar os contribuintes americanos de

¹⁹ Conhecida abreviadamente como *Dodd-Frank Act*, de 5 de Janeiro de 2010, disponível na sua integralidade em

http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf (acedido em 27 de Janeiro de 2015).

²⁰ Cerca de duas mil e trezentas páginas.

²¹ Contém informação mais pormenorizada disponível em: <http://www.consumerfinance.gov/> (acedido em 27 de janeiro de 2015).

suportarem com os seus impostos os resgates às empresas consideradas demasiadamente grandes para falir²², numa perspetiva inversa de que são demasiadamente grandes para salvar²³.

Finalmente, refere-se que a intenção clara desta lei é subordinar as instituições a regras e limitá-las na sua liberdade de interpretação e criação. Embora não o tenha conseguido de forma absoluta, representou um passo naquilo que cremos ser o bom caminho.

Com esta lei, conferiu-se poderes para as autoridades *Securities and Exchange Commission* – SEC – ou *Commodity Futures Trading Commission* – CFTC – pedirem as necessárias informações sobre *swaps* ou participantes no mercado financeiro, com vista à elaboração de relatório que os qualifique como perigosos para a estabilidade do sistema financeiro.

O sistema financeiro pode ser entendido em sentido objetivo ou subjetivo. O primeiro refere-se às normas e princípios que regulam a atividade financeira, o segundo reporta-se aos intervenientes do sistema financeiro, aquelas instituições e organizações que exercem a atividade financeira. Calvão da Silva expõe que “o sistema financeiro (...) deve ser suficientemente organizado e estruturado por lei, por razões de ordem pública económica, tanto de ordem pública de direção da economia como de ordem pública de proteção dos aforradores, depositantes, investidores e segurados ou beneficiários de seguros”²⁴. Assim, é indiscutível que a regulamentação do sistema financeiro deve ser completa e rigorosa, sendo necessária.

A Constituição da República Portuguesa, no art. 101.º, dispõe que a captação das poupanças e sua segurança é essencial ao desenvolvimento económico e social. Mas o nosso sistema financeiro é apenas uma peça de um quadro mais amplo, o espaço financeiro europeu, daí que não possamos individualizar a lei interna nem interpretá-la de forma isolada, mas antes integrada e em consonância com as normas europeias.

Os bancos têm interesse na falta de regulamentação e de controlo dos *swaps*.

Veja-se o facto de os bancos de Wall Street desconsiderarem uma parte da *Dodd-Frank Act*. O *JP Morgan* e o *Citigroup* conseguiram que, no orçamento americano, fosse votada uma disposição que anula a obrigação de efetuar *spin-off*²⁵ nas operações de *swaps*.

James Dimon²⁶, conjuntamente com os seus pares, conseguiram os seus desígnios, tendo aproveitado a aprovação do orçamento federal americano, na Câmara dos Representantes e no Senado, para discutirem e fazerem com que não

²² Na usual expressão “*too big too fail*”.

²³ Invertendo-se a expressão conhecida para uma outra: “*too big too save*”.

²⁴ SILVA, J.C., “*Banca, Bolsa e Seguros, Tomo I – Direito Europeu e Português*”; Almedina, 2013, pp. 14 e 15.

²⁵ Trata-se de uma operação de separação.

²⁶ CEO do JP Morgan.

fosse aprovada uma disposição da *Dodd-Frank Act*, que penalizava as atividades dos bancos de Wall Street sobre derivados.

A *Dodd-Frank Act*, aprovada em 2010, pretendia obrigar os bancos a efetuar *spin-off* das suas operações de *swap*, isto é, separar estas operações, colocando-as em filiais que não beneficiassem de garantias públicas em relação aos depósitos. A ideia subjacente a esta medida proposta pelos reguladores era proteger os contribuintes contra os efeitos nefastos que poderiam suceder no âmbito das suas atividades²⁷.

Os principais líderes bancários desta iniciativa introduziram, dias antes da aprovação da lei, uma alteração. Esta situação foi rejeitada pelos democratas e vinte e um senadores votaram contra este orçamento, argumentando com a falta de discussão da alteração que havia sido apresentada pelos lobistas do Citigroup.

Já em 2013 a administração de Obama pensou em negociar com os republicanos a eliminação da medida de *Dodd-Frank Act* sobre os *swaps*, oferecendo como contrapartida uma ajuda na reforma do financiamento do Fundo Monetário Internacional.

3. Pontos de contacto entre o Regulamento EMIR e a *Dodd-Frank Act*

É ponto não controvertido que a crise financeira determinou um abalo efetivo no sistema financeiro o que ditou alterações profundas a nível internacional e, conseqüentemente, nacional, para reforçar garantias de que outro abalo não sucedesse. É o exemplo real do velho aforismo popular “casa roubada, trancas na porta”.

A corroborar esta urgência na regulamentação, começaram as surgir os *bail outs* de países como a Grécia e Irlanda, seguidos de Portugal e a ameaçar Espanha e Itália que, a concretizar-se, poderiam determinar uma quebra na União Europeia, desde logo pelo regresso às moedas nacionais anteriores ao Euro.

Neste cenário de crise, criou-se ainda um Grupo de Alto Nível sobre a Supervisão Financeira, que aconselhou a União Europeia a desenvolver e estipular um conjunto harmonizado de medidas de regulação financeira.

Este Grupo foi mandatado pela Comissão Europeia e presidido por Jacques de Larosière, e visou estudar qual o melhor método para reforçar os mecanismos europeus de supervisão com a clara intenção de proteger os cidadãos e incutir novo espírito de confiança nestes relativamente ao sistema financeiro, o qual sem confiança não subsiste.

²⁷ Veja-se o caso da *London Whale* (Baleia de Londres, apelido de um funcionário da JP Morgan acusado de ter provocado estas perdas), em que a JP Morgan admitiu ter violado a lei de títulos federais norte-americana nesta transação, que envolveu 6,2 bilhões de dólares. Também em julho de 2010, [o Goldman Sachs pagou 550 milhões](#) de dólares para ultrapassar as acusações federais de que tinha enganado investidores num determinado produto hipotecário, numa conjuntura em que o mercado imobiliário já indiciava o seu colapso.

Do Relatório de Larosiére resultou a recomendação de reforma de um sistema de supervisão de todo o sector financeiro da União. Criou-se, nesta sequência, um Sistema Europeu de Supervisão Financeira — ESFS — e um Conselho Europeu do Risco Sistémico — ESRB.

O Conselho Europeu do Risco Sistémico surgiu em dezembro de 2010²⁸ e supervisiona todo o sistema financeiro europeu, tentando evitar a generalização e propagação dos efeitos negativos num cenário de crise financeira. Este Conselho é membro do Sistema Europeu de Supervisão Financeira, o qual compreende também três autoridades europeias de supervisão — ESAs — cada uma delas dedicada a um dos três principais sectores que compõem o sistema financeiro. A Autoridade Bancária Europeia — EBA — que veio substituir o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária, para o sector bancário²⁹. A Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma — EIOPA — que veio substituir o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, para o sector segurador³⁰. E a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados³¹ — ESMA — que substituiu o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários, para o sector dos valores mobiliários³².

Estas três autoridades cooperam entre si e juntas compõem o Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão que visa a ligação e regulação concertada entre os três sectores. Compõem ainda este sistema europeu de supervisão as autoridades competentes ou de supervisão dos Estados-Membros.

O Conselho Europeu do Risco Sistémico é ainda composto por um Conselho Geral, um Comité Diretor, um Secretariado, um Comité Científico Consultivo e um Comité Técnico Consultivo³³.

O Regulamento EMIR surge como resposta da União Europeia aos infaustos efeitos que a crise financeira de 2007 deixou desnudados.

Com a sua disciplina pretendeu estabelecer mecanismos tendentes a controlar o risco sistémico³⁴, acompanhando a sua evolução e desejou promover a

²⁸ Regulamento (UE) nº 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010 e Regulamento (UE) nº 1096/2010 do Conselho, de 17 de novembro de 2010.

²⁹ Criada pelo Regulamento 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010.

³⁰ Criada pelo Regulamento 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010.

³¹ Sobre os poderes da ESMA, poderá consultar-se Os Poderes Regulatórios da ESMA ao Abrigo do Regulamento (UE) N.º 236/2012, JusJornal, n.º 1820, 19 de dezembro de 2013, Francisco Almeida Garrett, disponível em <http://jusjornal.wolterskluwer.pt/Content>.

³² Criada pelo Regulamento 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010.

³³ Sobre a estrutura institucional da União Europeia a nível de supervisão financeira, veja-se SILVA, J.C., *"Banca, Bolsa e Seguros, Tomo I – Direito Europeu e Português"*; Almedina, 2013, pp. 68 a 83.

transparência no mercado dos derivados de OTC. Estipulou a não obrigatoriedade de compensação para contrapartes não financeiras dependendo dos limiares³⁵, a obrigação de comunicar todas as operações de derivados negociados fora de Mercado regulamentado e em Mercado regulamentado, entre outras regras conducentes a uma negociação mais clara. Por seu turno, também nos Estados Unidos da América legislaram com estes objetivos. Com a *Dodd-Frank Act*, visou-se igualmente reduzir o risco sistémico e recuperar a confiança no mercado dos *swaps*, estipulando a não obrigatoriedade de compensação para as contrapartes não financeiras no caso de estes instrumentos serem utilizados com finalidade de *hedging*. Existindo também a obrigatoriedade de comunicar todas as operações efetuadas fora do mercado regulamentado.

4. Conclusão

Uma vez analisadas as principais alterações legislativas ocorridas nos EUA e na UE após a crise, verificamos que o sentido que ambas pretenderam adotar se centra na implementação de medidas que, pelo menos em termos teóricos, visam maior transparência, eficácia e segurança na transação de derivados financeiros *OTC*. Só o tempo nos dirá se foram medidas suficientemente adequadas para evitar a reincidência de erros cometidos no passado.

Em todo o caso, sempre diremos que a história demonstra-nos bem a natureza cíclica das crises financeiras e outra certamente ocorrerá, faltará saber se pelas brechas deixadas em aberto por esta legislação ou se fruto de outras inovações, sempre surpreendentes e admiráveis, da engenharia financeira.

5. Bibliografia

- ALMEIDA, A.P., "Instrumentos Financeiros: os swaps", in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. II, Almedina, 2001
- ALMEIDA, A.P., "Valores Mobiliários, instrumentos financeiros e mercados", Vol. II, Coimbra Editora, 2013

³⁴ Veja-se o art 11, nº 1 al. a) e 14 al. a) do Regulamento EMIR que estabelecem que "as contrapartes financeiras e não financeiras que celebrem contratos de derivados OTC sem compensação através de uma CCP, devem efetuar as devidas diligências para assegurar que estão estabelecidos procedimentos e mecanismos apropriados para medir, acompanhar e atenuar os riscos operacionais e o risco de crédito da contraparte, incluindo, pelo menos a confirmação atempada, sempre que possível por meios eletrónicos, dos termos dos contratos de derivados OTC em causa".

³⁵ Se uma contraparte não financeira mantiver posições numa classe de derivados, que exceda o respetivo limiar será obrigada a compensar as suas transações. Os limiares definidos, atualmente, pela ESMA são: 1.000.000 euros em Derivados de Crédito; 1.000.000 euros em Derivados de Ações; 3.000.000 euros em Derivados de Taxa de Juro; 3.000.000 euros em Derivados Cambiais; 3.000.000 euros em Outros Derivados, como por exemplo *Commodities*. Valores estes que são calculados pela média dos valores nominais brutos, por cada espécie de derivado, e face aos últimos trinta dias.

- ANTUNES, J. A. E., "Os derivados.", *in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 30, pp. 91-136.
- CALHEIROS, M.C., "O contrato de swap." *in* Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica*, 51.
- CÂMARA, P., «Supervisão bancária: recentes e próximos desenvolvimentos», *I Congresso de Direito Bancário*, Almedina, 2015
- FERREIRA, D., "Swaps e derivados de crédito", Edições Sílabo, 2008
- GORIS, P., "The legal aspects of swaps", Graham & Trotmann/ Martinus Nijhoff, 1994
- MACHADO, C. D., «A ESMA e a arquitectura de Supervisão Financeira Europeia», Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 37, pp. 70 a 104
- SILVA, J.C., "Banca, Bolsa e Seguros, Tomo I – Direito Europeu e Português"; Almedina, 2013