

Negociações Internacionais no Âmbito da União Europeia – Estudo de Caso do TARGET2 Securities

Prof. Ma. Luciene Godoy

Resumo

Este artigo tem por objetivo discutir o processo de integração financeira na União Europeia, mais precisamente a integração financeira do mercado acionário proposta pelo projeto TARGET2 Securities (T2S). Pretende-se apresentar um panorama geral sobre a integração financeira, o T2S e realizar algumas considerações acerca do processo de negociação entre as instituições envolvidas.

Palavras-chaves: Integração financeira; União Europeia; TARGET2 Securities; Depositárias; e Mercado Acionário.

Abstract

The main purpose of this article is to provide a discussion of the financial integration at the European Union, precisely the financial integration on the stock exchange market conducted by the project Target2 Securities (T2S). The intention is to present a whole picture of the financial integration, the T2S e some consideration about the negotiations between the financial institutions during this process.

Keywords: Financial integration; European Union; TARGET2 Securities; Depositories; Stock Exchange Market.

Contexto Atual

Apesar da crise financeira de 2008 e dos sobressaltos políticos atuais, a União Europeia ainda é o exemplo mais bem sucedido de integração entre países. Por meio de tratados e muito comprometimento político, os países conseguiram superar suas diferenças históricas individuais em prol dos benefícios advindos de uma união econômica e monetária.

Com a introdução da moeda comum (euro) em 1999, os países membros da zona do euro superaram algumas dificuldades e se depararam com novos desafios. Do ponto de vista das dificuldades superadas, a adoção da moeda única permitiu que os agentes econômicos pudessem comparar de forma mais eficiente os preços

praticados nas diversas esferas econômicas de cada um dos países. Esta transparência propiciou a queda de alguns preços de bens e serviços, além de incrementar o comércio internacional entre os países. Com relação aos novos desafios, o principal é o gerenciamento dos problemas dos países dentro do contexto da unificação monetária, no qual as políticas cambiais e monetárias não estão disponíveis de forma individual. Tal fato, antes analisado apenas no âmbito teórico, se concretizou a partir da crise financeira de 2008 e atualmente configura-se como o maior desafio para a União Europeia.

A primeira formulação teórica sobre os benefícios e desafios de uma unificação monetária e econômica foi elaborada por Mundell. Sua teoria sobre as Áreas Monetárias Ótimas (*Optimum Currency Areas*) surgiu em meio à discussão sobre os benefícios, para a economia internacional, da adoção do sistema de câmbio flexível e ficou conhecida como Mundell I (1961).

Segundo Mundell (1961), não haveria necessidade de todos os países terem moedas nacionais se houvesse livre mobilidade dos fatores de produção trabalho e capital. A movimentação destes fatores entre os países promoveria ajustes em caso de crise, suprimindo a necessidade de adoção das políticas cambiais e monetárias. Os países passariam a se comportar como regiões dentro de um único país.

But if a labor and capital are insufficiently mobile within a country then flexibility of the external price of the national currency cannot be expected to perform the stabilization function attributed to it, and one could expect varying rates of unemployment or inflation in the different regions. Similarly, if factors are mobile across national boundaries then a flexible exchange system becomes unnecessary, and may even be positively harmful, as I have suggested elsewhere. (Mundell, R. 1961: 664)

Respeitando esse princípio, quando o processo de integração regional da Europa atingiu uma proporção maior, foi criado o estágio do mercado comum, que prevê a livre mobilidade do capital, trabalho e tecnologia entre os países membros. Foi a partir deste conceito e desta necessidade que os controles transfronteiriços foram abolidos e a figura do cidadão europeu foi criada. Esse cidadão europeu poderia e deveria se deslocar facilmente entre os diversos países, procurando pelas melhores oportunidades de trabalho, equilibrando os preços e garantindo o equilíbrio da área como um todo.

Estudos do ECB mostram que apesar de os cidadãos europeus possuírem todas as condições legais para se transferirem de um país para outro para fins de

trabalho, a mobilidade dos indivíduos para esse fim ainda é muito pequena. Acredita-se que as diferenças culturais, a identidade do indivíduo com o seu país, a necessidade da proximidade com a família e os amigos, além da barreira criada pelo idioma dificultem o deslocamento da mão de obra dentro da área do euro, mesmo quando esses trabalhadores se defrontam com desempregos elevados em seus países e possibilidades de empregos em outros. Neste cenário, segundo a teoria das Áreas Monetárias Ótimas, dificilmente a estabilidade interna da região e dos países de forma individual seria alcançada sem a utilização das políticas cambiais individuais, a não ser que o capital pudesse se movimentar livremente entre os países membros da União Monetária e Econômica Europeia (EMU).

European financial integration is an important issue, since both economic theory and empirical findings suggest that the integration and development of financial markets are likely to contribute to economic growth by removing frictions and barriers to exchange, and by allocating capital more efficiently. (Baele et al. 2004:4)

Tal fato não passou despercebido ao Banco Central Europeu. Durante anos ele estimulou de forma direta e indireta processos de fusão e aquisição entre as instituições europeias, tentando assim criar essa integração financeira. Assumindo uma postura mais liberal, o Banco Central Europeu acreditava que o mercado seria capaz de cumprir esta etapa do processo, garantindo assim a estabilidade da zona do euro. Durante anos bancos europeus adquiriram outros bancos europeus, movimento observado também nas bolsas de valores e nas demais instituições financeiras do mercado.

Do ponto de vista do setor bancário, o mercado cumpriu bem o seu papel. Os bancos compraram seus concorrentes e conseguiram realizar uma homogeneização dos serviços oferecidos. Atualmente os cidadãos europeus não encontram dificuldades para abrirem e transferirem seus recursos para contas bancárias em outros países europeus.

Tal fato, porém, não foi observado no mercado acionário europeu. Apesar do processo de fusão e aquisição ter sido intenso no território europeu, as bolsas e os serviços a elas ligados, não sofreram praticamente nenhuma homogeneização, tornando a solução liderada pelo mercado ineficiente. É importante ressaltar que não houve desinteresse ou falta de recursos financeiros para que os agentes privados

integrassem o mercado acionário europeu. O fracasso desta empreitada foi decorrente da dificuldade de gerenciar todas as variáveis envolvidas.

As estruturas financeiras do mercado acionário compreendem todos os intermediários financeiros, englobando instituições e mercados, e as inter-relações entre esses intermediários no que se refere ao fluxo de recursos e práticas de mercado. Não é raro que cada país apresente uma estrutura financeira particular, principalmente porque muitas das práticas de mercado adotadas nos países são reflexos de antigos hábitos que se estendem ao longo dos anos e são incorporados aos processos, procedimentos e algumas vezes inclusive à legislação. O objetivo da integração financeira não é acabar com essas práticas diferenciadas observadas nos mercados individuais, principalmente porque são muito difíceis de serem modificadas, mas sim criar uma infraestrutura capaz de lidar com essas diferenças de forma homogênea. Essa foi a dificuldade encontrada e não solucionada pelos agentes privados.

Dada a importância do tema para a União Europeia, o Banco Central Europeu elaborou uma solução que colocou o Estado como líder do projeto de integração, contrariando interesses privados e enfrentando dificuldades. O nome deste projeto é TARGET2 Securities ou T2S.

TARGET2 Securities (T2S)

O mercado de ações é formado pelas bolsas de valores (responsáveis pela negociação dos ativos), câmaras de compensação e liquidação (responsáveis pela entrega dos recursos financeiros para quem vendeu as ações e das ações para quem comprou), depositárias (responsáveis pela guarda das ações, pagamento e controle de dividendos), participantes de negociação (instituições que possuem contato direto com os investidores) e investidores.

Para que esse mercado funcione de forma apropriada, existem órgãos reguladores que monitoram as empresas emissoras, os investidores e o fluxo de recursos financeiros entre compradores e vendedores.

Nos últimos anos, as bolsas de valores, as depositárias e as câmaras de compensação e liquidação passaram por vários processos de fusão. Algumas fusões ocorreram dentro dos territórios nacionais como, por exemplo, na Alemanha onde a bolsa de valores (Deutsche Boerse) se uniu à câmara de compensação e

liquidação (Eurex Clearing) e à depositária (Clearstream Banking Frankfurt) alemã. Estrutura semelhante a essa foi adotada na Itália e na Espanha. Outras fusões ocorreram entre instituições de países distintos como, por exemplo, a união entre a bolsa da Bélgica, França, Holanda e Portugal (Euronext) e a união das estruturas de liquidação da Bélgica, França e Holanda (Euroclear). A estrutura criada pela Euroclear, por exemplo, permite que os participantes com conta em alguma das três depositárias possam acessar seus ativos nas outras depositárias.

Apesar das iniciativas em curso, a atividade de negociação e liquidação encontra-se bastante segregada na zona do euro, dificultando a integração financeira nesse segmento. Assim, cada país continua adotando práticas locais e individualizadas no que se refere à compra e venda de ações.

Do ponto de vista do Banco Central Europeu, a integração financeira deveria permitir um acesso padronizado e igualitário de todos aos sistemas de negociação e liquidação de ativos financeiros, algo que ainda está longe de acontecer. Um investidor espanhol, por exemplo, deveria poder negociar e liquidar ativos financeiros em qualquer país da zona do euro adotando os mesmos procedimentos por ele utilizados para negociar e liquidar ativos em seu país. Ocorre que além das práticas e da legislação diferenciada entre os países, as instituições responsáveis pela negociação e liquidação de ativos possuem procedimentos específicos que divergem muito entre si.

Os maiores avanços ocorreram do lado dos pagamentos. Ao longo dos últimos anos, no que se refere à liquidação das operações, o Banco Central Europeu promoveu uma série de reformas para tentar auxiliar o processo de integração/harmonização entre as instituições. Antes do euro, cada um dos países possuía seu próprio sistema de pagamentos que permitia aos bancos locais movimentarem suas reservas bancárias nos respectivos bancos centrais para fim de liquidação de operações. Com o lançamento do euro, foi introduzido o TARGET, um sistema que permitia a comunicação de cada um dos sistemas de pagamentos individuais com o Banco Central Europeu. Em 2008, o TARGET foi substituído pelo TARGET2, uma plataforma comum criada pelo Banco Central Europeu na qual os bancos existentes em cada um dos países da zona do euro acessam os mesmos serviços e movimentam suas contas de reservas bancárias no ECB para liquidação

de ativos da mesma forma. O TARGET2 foi o primeiro passo concreto rumo à integração financeira.

Após anos sem resultados concretos, o Banco Central Europeu surpreendeu vários participantes do mercado financeiro ao anunciar em 2006 o TARGET2 Securities (T2S), que entrará em vigor em 2017¹ e promete criar as condições para que os participantes do mercado possam acessar ativos localizados em qualquer país.

O T2S será uma plataforma de liquidação, desenvolvida pelo Eurosystem² com a participação de diversos segmentos do mercado, que permitirá que todos os ativos importantes negociados na Europa sejam liquidados em reservas bancárias de forma padronizada, eliminando as barreiras existentes entre as liquidações nacionais e as liquidações transfronteiriças. A liquidação em reservas bancárias já é prática utilizada pelas depositárias para as liquidações domésticas, mas não é utilizada nas liquidações transfronteiriças, criando fricções assimétricas entre os investidores domésticos e estrangeiros. A eliminação desta fricção aumentaria a integração financeira entre os mercados da zona do euro criando maiores condições para a diversificação do risco, além de contribuir para o crescimento da região como um todo.

A ideia do Banco Central Europeu é que ele passe a gerenciar, para fins de liquidação, as contas em ativos dos participantes, fazendo com que independentemente do país no qual aquele ativo tenha sido negociado, seja liquidado de forma única e padronizada. Para que isso aconteça, as depositárias informarão ao Banco Central Europeu, no início do dia, todas as posições, em ativos, dos participantes, que, de posse desta informação, realizará a liquidação das operações movimentando ao mesmo tempo os ativos e as reservas bancárias (Delivery versus Payment – DVP). Ao final do dia, o Banco Central Europeu informará às depositárias as posições finais de cada um dos participantes para que elas executem as demais tarefas inerentes à atividade de depositária. Dessa forma,

¹ Inicialmente o T2S estava previsto para ser lançado em 2013. Acredita-se que a crise financeira e o processo de negociação com as depositárias sejam os responsáveis pelo atraso.

² O Eurosystem é um sistema formado pelo Banco Central Europeu e os Bancos Centrais Nacionais dos 17 Estados-Membros que utilizam o euro.

todas as liquidações de operações serão feitas de forma simétrica, sem importar o território nacional dos investidores envolvidos. Para realizar o DVP, o T2S estará integrado ao TARGET2, a fim de realizar a movimentação das reservas bancárias nos bancos centrais nacionais. Além disso, o T2S está sendo concebido para poder se integrar a qualquer banco central (*cross-border currency*), o que significa que além de liquidar as operações da zona do euro, poderá liquidar operações de outros países, ampliando o processo de integração financeira.

Fica implícito neste processo que o Banco Central Europeu passará a executar as atividades de liquidação de operações que hoje são realizadas e controladas pelas depositárias.

Quando as discussões do projeto começaram, as depositárias se uniram contra as ideias defendidas, mas acordos realizados entre o Banco Central Europeu e cada uma das depositárias garantiram a cooperação e o comprometimento destas instituições com o T2S. Os bancos comerciais e de investimento desde o início apoiaram o projeto, por conta da aposta de redução dos custos operacionais envolvidos no processo de liquidação.

No início do projeto as depositárias publicaram um documento apontando que o T2S não reduziria os custos e que o apoio dado pelos bancos comerciais e de investimento ao projeto estava baseado em interesses comerciais. Alguns serviços bancários tradicionalmente competiam com as atividades das depositárias. Como o T2S diminui a quantidade de atividades das depositárias, os bancos saem fortalecidos desse processo.

Foi apontado também pelas depositárias, no início do projeto, que o Banco Central Europeu estava tentando “coagi-las” a aceitar o T2S. A estratégia utilizada seria a de impedir que as depositárias mantivessem suas contas de liquidação no Banco Central Europeu. Tais contas são fundamentais, pois permitem o pagamento de dividendos corporativos em reservas bancárias em tempo real. Além disso, são utilizadas pelas depositárias para liquidar algumas operações. O confisco de tais contas aniquilaria os negócios destas instituições.

Tentou-se por diversas vezes realizar contatos com tais instituições e com o próprio Banco Central Europeu a fim de confirmar o uso deste argumento durante as negociações, mas o resultado obtido foi insatisfatório.

Analisando documentos oficiais, atas de reuniões e discursos publicados no site do T2S³, percebe-se que durante dois anos as depositárias se mantiveram contra o projeto, alegando dificuldade para se adaptar à mudança. Dentre as dificuldades citadas está a necessidade de reestruturar a área de tecnologia da informação significando mais investimentos para desenvolver novos serviços, além de alterar outros tradicionalmente oferecidos por custódias locais. Este desafio nem sempre é simples, principalmente em se tratando de depositárias de menor expressão.

Entretanto, após muita negociação, as depositárias concordaram com o T2S, compartilhando dos mesmos esforços para o sucesso do projeto. Além de continuarem possuidoras das contas de custódia e serviços fundamentais para seus clientes no sistema de liquidações,⁴ o apoio se deu principalmente pela possibilidade, a médio e longo prazo, do T2S promover a entrada das depositárias em novos mercados e obter maior competitividade, atraindo assim investidores. Isto significa que estas instituições estão reduzindo seus serviços no mercado nacional, pois acreditam que poderão compensá-los com uma expansão internacional.

Dada a fase atual do processo, percebe-se que existe de fato um comprometimento geral com o projeto por todos os envolvidos, fato que será fundamental para o seu sucesso ou não.

Considerações Finais

O processo de integração da Europa sempre esbarrou na questão da soberania. Para promover um ambiente mais integrado e competitivo, os países europeus abdicaram de parte de sua soberania em prol de um continente mais protegido, tanto do ponto de vista da defesa quanto do ponto de vista comercial.

A criação da moeda única fortaleceu esta união, criando uma interdependência entre os países que ultrapassa as questões econômicas, atingindo a esfera política. As atuais propostas para a solução da crise financeira iniciada em

³ <http://www.ecb.int/paym/t2s/progplan/html/index.en.html>

⁴ "The T2S principles state that the CSDs continue to maintain legal relations with their customers, including the booking of securities on accounts and the (legal and operational) responsibility over the securities database supporting the settlement process." Disponível em: <http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/natureofoutsourcing.pdf>
Acessado em: 21ago2012

2008 exigem medidas drásticas do ponto de vista político, uma vez que o continente decidiu pela austeridade fiscal, comprometendo assim diversos projetos sociais e o Estado de Bem Estar Social criado a partir das experiências da Grande Depressão (1930) e II Guerra Mundial.

Politicamente a tensão é tamanha que alguns questionam a sobrevivência do euro. Dado o nível de integração financeira entre os países, pode-se perceber que a separação das economias é mais difícil do que parece. A análise do projeto T2S é um exemplo disto. Mesmo com a crise e as tensões atuais, os agentes do mercado financeiro continuam trabalhando no projeto, dando mostras de que a integração financeira veio para ficar.

Vale destacar que algumas instituições questionam se a atuação do Banco Central Europeu em uma atividade que hoje está sendo gerenciada pelos agentes privados é correta ou não, mas analisando-se algumas pesquisas sobre a integração financeira, percebe-se que o Banco Central Europeu está disposto a modificar a estrutura atual em prol de uma maior integração financeira. Em estudos publicados recentemente⁵, aponta-se que a solução de problemas que atingem de forma diferenciada os países passa pela maior união financeira entre os membros.

Talvez, em um mercado mais integrado financeiramente, surgissem outras possibilidades de solução da crise. Saberemos disto a partir de 2017, data do lançamento do T2S, se o projeto for mantido.

Referências

BAELE, Lieven et al. *Measuring Financial Integration in The Euro Area*. European Central Bank, Occasional Paper Series; nº 14, April 2004.

MUNDELL, Robert A. *A Theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review. Vol. 51, Nº 4. September, pp. 657-665.

<http://www.ecb.int/paym/t2s/about/multimedia/html/index.en.html>

⁵ Disponíveis em <http://www.ecb.int/pub/html/index.en.html>