

I

(Resoluções, recomendações e pareceres)

RECOMENDAÇÕES

COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÉMICO

RECOMENDAÇÃO DO COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÉMICO

de 20 de dezembro de 2012

relativa aos fundos do mercado monetário

(CERS/2012/1)

(2013/C 146/01)

O CONSELHO GERAL DO COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÉMICO,

Tendo em conta o Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico ⁽¹⁾, nomeadamente o seu artigo 3.º, n.º 2, alíneas b), d) e f), e os seus artigos 16.º a 18.º,

Tendo em conta a Decisão CERS/2011/1 do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 20 de janeiro de 2011, que adota o Regulamento Interno do Comité Europeu do Risco Sistémico ⁽²⁾, nomeadamente o seu artigo 15.º, n.º 3, alínea e), e os seus artigos 18.º a 20.º,

Considerando o seguinte:

- (1) Os fundos do mercado monetário (FMM), apesar de estarem sujeitos à regulação do mercado de valores mobiliários, são um componente essencial do sistema bancário paralelo, particularmente porque procedem à transformação de prazos e de liquidez, e podem portanto apresentar risco sistémico.
- (2) Os investidores podem considerar os FMM, em particular os fundos de valor patrimonial líquido constante que procuram manter um valor nominal inalterado, como alternativas seguras aos depósitos bancários. Todavia, os FMM não têm acesso direto a uma rede de proteção pública, como o financiamento por um banco central ou a garantia de depósitos. Existe, portanto, o risco de confusão com os depósitos bancários que beneficiam desta rede de proteção.
- (3) Como regra, os FMM não beneficiam de medidas de apoio firmes e explícitas dos seus patrocinadores,

frequentemente bancos, apesar de terem existido situações em que, *ex post*, os patrocinadores apoiaram ativamente FMM em dificuldades, de forma discricionária.

- (4) Estudos económicos demonstram que o comportamento e a natureza dos FMM os tornam vulneráveis a corridas desestabilizadoras por parte dos investidores, que se podem propagar rapidamente entre fundos, limitando a liquidez e a disponibilidade de crédito de curto prazo, sobretudo para os bancos. O risco de corridas desestabilizadoras pode ser superior para os fundos de valor patrimonial líquido constante nos casos em que exista a perceção que não irão cumprir as expectativas de reembolso ao par dos investidores.
- (5) Embora os FMM não tenham causado a crise financeira de 2007 a 2008, o seu desempenho durante as graves perturbações financeiras evidenciou o seu potencial para propagar, ou até aumentar, a crise. A experiência da crise de 2007 a 2008 mostrou que os FMM podem ser vulneráveis a corridas desestabilizadoras e podem necessitar do apoio dos patrocinadores, em particular para a manutenção do seu valor patrimonial líquido constante.
- (6) Os riscos sistémicos potenciais decorrentes dos FMM relacionam-se portanto com a vantagem de ser o primeiro a agir dos investidores, especificamente relevante para os fundos de valor patrimonial líquido constante, com a natureza implícita e discricionária do apoio dos patrocinadores, e com a elevada interconexão dos FMM com o resto do sistema financeiro, em particular bancos e mercados monetários.
- (7) No seguimento de uma avaliação das causas da recente crise financeira, vários reguladores nacionais e organizações internacionais assinalaram a necessidade de reformas

⁽¹⁾ JO L 331 de 15.12.2010, p. 1.

⁽²⁾ JO C 58 de 24.2.2011, p. 4.

estruturais dos FMM. Em 27 de outubro de 2011, o Conselho de Estabilidade Financeira (CEF) publicou um conjunto de recomendações iniciais para reforçar a supervisão e a regulação do sistema bancário paralelo. Em particular, o CEF identificou como questões cruciais a dar resposta a exigência de uma mudança para fundos de valor patrimonial líquido variável, a imposição de requisitos de capital e de liquidez aos fundos de valor patrimonial líquido constante e outras abordagens regulamentares possíveis.

- (8) No seguimento de um pedido do CEF, a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) emitiu, em 9 de outubro de 2012, recomendações políticas destinadas a atenuar a vulnerabilidade dos FMM a corridas por parte dos investidores. Se bem que uma parte substancial destas recomendações da IOSCO já seja objeto de atenção a nível da União Europeia, subsistem algumas lacunas.
- (9) Os reguladores norte-americanos trabalharam na revisão do quadro jurídico dos FMM. Em particular, a Securities and Exchange Commission (SEC) reviu a sua regra 2a-7. Em 13 de novembro de 2012, o Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira publicou, para consulta pública, a sua proposta de recomendações sobre a reforma dos FMM (*Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform*).
- (10) Em maio de 2010, o Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários publicou orientações com vista a uma definição harmonizada do termo «FMM» na Europa e à instituição de novas normas comuns em resposta às falhas identificadas durante a crise financeira. Em particular, as orientações impõem normas rigorosas para a qualidade e o prazo de vencimento das carteiras, a gestão do risco e a divulgação de informação. Estas orientações não vinculativas são aplicáveis a FMM do tipo OICVM e que não sejam OICVM e foram implementadas pelos Estados-Membros a nível nacional.
- (11) A Comissão Europeia manifestou a sua intenção de desenvolver medidas legislativas ao nível da UE relativas aos OICVM, estudando em particular a necessidade de uma regulação mais detalhada e harmonizada dos FMM ⁽¹⁾.
- (12) De acordo com o Regulamento (UE) n.º 1092/2010, o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) também pode dirigir recomendações à Comissão relativamente a legislação relevante da União. Estas recomendações visam fornecer orientações a este respeito à Comissão, assim como à ESMA no seu papel consultivo e regulamentar.
- (13) Não obstante as corridas por parte dos investidores poderem ocorrer com todos os tipos de fundos que proporcionem um desajustamento de prazos ou de liquidez, os fundos de valor patrimonial líquido constante possuem características que sugerem que um investidor

pode procurar a vantagem de ser o primeiro a agir em períodos de tensão do mercado financeiro. A transição para os fundos de valor patrimonial líquido variável pode reduzir os incentivos a corridas por parte dos participantes num fundo quando esse fundo regista uma perda modesta, e ainda aumentar a transparência de preços. Pode também ajudar a fazer face aos riscos sistémicos associados à interligação dos FMM com as empresas patrocinadoras e reduzir a necessidade e importância do apoio do patrocinador.

- (14) A utilização generalizada pelos FMM da mensuração pelo justo valor e a utilização apenas em circunstâncias limitadas da mensuração ao custo amortizado irão proporcionar transparência de preços aos investidores, melhorar o entendimento dos investidores sobre os riscos inerentes a estes FMM e tornar mais clara a diferença entre os FMM e os depósitos bancários.
- (15) Os ativos líquidos ajudam os FMM a responder aos pedidos de reembolso dos respetivos participantes e a evitar vendas forçadas de ativos a desconto substancial, evitando também efeitos de contágio para outros fundos que detenham títulos semelhantes. Nesta conformidade, os montantes mínimos explícitos para os ativos líquidos a deter numa base diária e semanal permitirão aos FMM satisfazerem pedidos de reembolso potencialmente avultados por parte dos investidores e resistirem a períodos de volatilidade do mercado. Instrumentos eficazes para lidar com restrições de liquidez, como a suspensão temporária de reembolsos, ajudarão os FMM a gerir os períodos de tensão.
- (16) A divulgação pública de informação adicional pelos FMM sobre características importantes como a inexistência de uma garantia de capital, o apoio dos patrocinadores e práticas de valorização assegurarão que os investidores estão claramente conscientes dos riscos existentes.
- (17) A informação mais pormenorizada reportada pelos FMM permitirá às autoridades de supervisão entender melhor a evolução do setor dos FMM e identificar as fontes de risco. Por conseguinte, o reporte regular pelos FMM deve ser melhorado, em particular no que diz respeito à composição dos seus ativos e responsabilidades, ao uso da mensuração ao custo amortizado e à dependência do apoio dos patrocinadores. A informação relevante deve ser partilhada pelas autoridades nacionais de supervisão competentes com outras autoridades nacionais ou europeias relevantes.
- (18) De acordo com o considerando 29 do Regulamento (UE) n.º 1092/2010, as observações dos intervenientes relevantes do setor privado foram tomadas em consideração na elaboração da presente recomendação.
- (19) A presente recomendação é emitida sem prejuízo dos mandatos de política monetária dos bancos centrais da União.

⁽¹⁾ *Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments* (Consulta sobre Regras do produto, gestão de liquidez, depositário, fundos do mercado monetário e investimentos de longo prazo), 26 de julho de 2012 – não existe versão portuguesa.

(20) As recomendações do CERS são publicadas depois de o Conselho Geral ter informado o Conselho da União Europeia da sua intenção de o fazer e de lhe ter concedido a oportunidade de as comentar,

ADOTOU A PRESENTE RECOMENDAÇÃO:

SECÇÃO 1

RECOMENDAÇÕES

Recomendação A – Mudança obrigatória para um valor patrimonial líquido variável

Recomenda-se à Comissão que assegure que a legislação relevante da União:

1. exige que os fundos do mercado monetário (FMM) tenham um valor patrimonial líquido variável;
2. exige que os FMM generalizem a mensuração pelo justo valor, restringindo a mensuração ao custo amortizado a um conjunto limitado de circunstâncias predeterminadas.

Recomendação B – Requisitos de liquidez

Recomenda-se à Comissão que assegure que a legislação relevante da União:

1. complementa os atuais requisitos de liquidez aplicáveis aos FMM, impondo limites mínimos explícitos aos montantes de ativos líquidos a deter pelos FMM numa base diária e semanal;
2. reforça a responsabilidade dos gestores dos fundos no que respeita ao controlo do risco de liquidez;
3. garante que as autoridades de supervisão nacionais e os gestores dos fundos disponham de instrumentos eficazes (como, por exemplo, a suspensão temporária de reembolsos) para lidarem com restrições de liquidez em períodos de tensão, resultantes tanto de desenvolvimentos específicos a nível dos fundos, como da evolução do conjunto do mercado.

Recomendação C – Divulgação pública

Recomenda-se à Comissão que assegure que a legislação relevante da União:

1. requer que os FMM divulguem, também nos materiais de *marketing*, informação específica que chame a atenção dos investidores para a inexistência de uma garantia de capital e para a possibilidade de perdas;
2. requer que os FMM refiram na informação pública o possível apoio dos patrocinadores e a capacidade de apoio ou proteção dos mesmos, apenas se esse apoio ou proteção constituir um compromisso firme por parte dos patrocinadores, sendo nesse caso necessário que tal seja reconhecido nas contas e requisitos prudenciais dos patrocinadores;

3. requer que os FMM informem sobre as suas práticas de valorização, em particular no que respeita à utilização da mensuração ao custo amortizado, e que forneçam informação apropriada aos investidores sobre os procedimentos de reembolso aplicáveis em períodos de tensão.

Recomendação D – Prestação e partilha de informação

1. Recomenda-se à Comissão que assegure que a legislação relevante da União:

- a) exige que os casos de apoio dos patrocinadores passíveis de ter impacto no preço das unidades dos FMM sejam reportados pelos FMM, ou respetivos gestores, e pelos patrocinadores, às autoridades de supervisão nacionais competentes, juntamente com uma descrição pormenorizada do caráter e dimensão do apoio;
- b) melhora a prestação regular de informação por parte dos FMM;
- c) garante que, sempre que relevante, as autoridades de supervisão nacionais competentes partilhem a informação referida nas alíneas a) e b) com outras autoridades de supervisão do mesmo Estado-Membro ou de outros Estados-Membros, bem como com as Autoridades Europeias de Supervisão, o Sistema Europeu de Bancos Centrais e o CERS.

2. Recomenda-se à Comissão Europeia que promova o desenvolvimento de um reporte de informação harmonizado e de um conjunto de dados harmonizado, como referido no n.º 1, alínea b), assim como a organização da partilha de informação, como mencionado no n.º 1, alínea c).

SECÇÃO 2

IMPLEMENTAÇÃO

1. Interpretação

1. Para efeitos da presente recomendação, entende-se por:

- a) «instituição de crédito», uma instituição de crédito na aceção do artigo 4.º, n.º 1, da Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e ao seu exercício⁽¹⁾;
- b) «autoridade de supervisão nacional», uma autoridade competente ou de supervisão, tal como definida no artigo 1.º, n.º 3, alínea f), do Regulamento (UE) n.º 1092/2010;
- c) «fundo do mercado monetário», organismo de investimento coletivo, regulado e supervisionado pela União, cujo objetivo principal é a manutenção do capital do fundo, proporcionando uma remuneração em linha com as taxas do mercado monetário, através do investimento em instrumentos do mercado monetário ou depósitos em instituições de crédito;

⁽¹⁾ JO L 177 de 30.6.2006, p. 1.

- d) «fundo de valor patrimonial líquido variável», fundo do mercado monetário que não visa a manutenção de um valor nominal invariável e cujo valor contabilístico líquido, portanto, flutua. Os seus ativos são geralmente mensurados numa base de justo valor;
 - e) «fundo de valor patrimonial líquido constante», fundo do mercado monetário que visa a manutenção de um valor nominal invariável. Os seus ativos são geralmente mensurados numa base de custo amortizado;
 - f) «mensuração ao custo amortizado», abordagem contabilística que considera o custo de aquisição do valor mobiliário e ajusta esse valor para amortização dos prémios ou descontos até ao vencimento;
2. O anexo constitui parte integrante da presente recomendação. Em caso de conflito entre o texto principal da presente recomendação e o anexo, prevalece o texto principal.

2. Critérios de aplicação

1. A aplicação da presente recomendação rege-se pelos critérios seguintes:
- a) esta recomendação abrange todos os FMM conforme definidos;
 - b) a arbitragem regulamentar deve ser evitada;
 - c) será prestada a devida atenção ao princípio da proporcionalidade na implementação, tendo em consideração o objetivo e o conteúdo de cada recomendação;
 - d) do anexo constam critérios específicos para a aplicação da presente recomendação.
2. A Comissão deve comunicar ao CERS e ao Conselho as medidas tomadas em resposta às presentes recomendações ou justificar adequadamente a não atuação. O relatório deve conter, no mínimo:
- a) informação sobre o conteúdo e o prazo das medidas tomadas, incluindo quaisquer ações empreendidas em relação às Autoridades Europeias de Supervisão;
 - b) uma avaliação do funcionamento das medidas tomadas, do ponto de vista dos objetivos da presente recomendação;

- c) a justificação pormenorizada de qualquer não atuação ou desvio relativamente à presente recomendação, incluindo eventuais atrasos na sua aplicação.

3. Calendário para o seguimento

1. Solicita-se à Comissão que relate ao CERS e ao Conselho as medidas tomadas em resposta às presentes recomendações, ou que justifique devidamente a sua eventual não atuação, em conformidade com os calendários a seguir apresentados:
- a) solicita-se à Comissão que entregue ao CERS, até 30 de junho de 2013, um relatório intercalar contendo uma primeira avaliação da implementação destas recomendações;
 - b) solicita-se à Comissão que entregue ao CERS e ao Conselho, até 30 de junho de 2014, um relatório final sobre a implementação destas recomendações.
2. O Conselho Geral pode prorrogar os prazos previstos no n.º 1 nos casos em que sejam necessárias iniciativas legislativas para dar cumprimento a uma ou mais recomendações.

4. Acompanhamento e avaliação

1. O Secretariado do CERS:
- a) presta apoio à Comissão, nomeadamente fornecendo os formulários pertinentes e indicando, sempre que necessário, as modalidades e o calendário para dar seguimento às recomendações;
 - b) verifica o seguimento dado pela Comissão, nomeadamente prestando-lhe assistência a seu pedido, e fornece informação acerca do seguimento ao Conselho Geral por intermédio do Comité Diretor.
2. O Conselho Geral avalia as medidas e as justificações apresentadas pela Comissão e, quando for caso disso, decide se a presente recomendação não foi seguida e se o destinatário não justificou devidamente a sua não atuação.

Feito em Frankfurt am Main, em 20 de dezembro de 2012.

O Presidente do CERS
Mario DRAGHI

ANEXO ÀS RECOMENDAÇÕES DO CERS SOBRE OS FUNDOS DO MERCADO MONETÁRIO

ÍNDICE

	Página
LISTA DE ABREVIATURAS	6
SUMÁRIO	7
INTRODUÇÃO	8
I. INICIATIVAS REGULAMENTARES RECENTES	8
I.1 Iniciativas internacionais	8
I.2 Iniciativas europeias	9
II. OS FMM E A ESTABILIDADE FINANCEIRA	10
II.1 Vantagem de ser o primeiro a agir	10
II.2 Apoio dos patrocinadores	11
II.3 Enquadramento económico atual	12
III. ESTRUTURA DO SETOR DOS FMM NA EUROPA	12
III.1 Alcance do inquérito <i>ad hoc</i> do CERS	12
III.2 Análise dos ativos dos FMM	14
III.3 Panorâmica dos investidores dos FMM	19
III.4 Concentração do setor	21
III.5 Desvio dos fundos de VPL constante em relação à paridade	22
IV. RECOMENDAÇÕES DO CERS	23
IV.1 Âmbito das recomendações	23
IV.2 Recomendação A – Mudança obrigatória para um VPL variável	23
IV.2.1 Fundamentação económica	23
IV.2.2 Avaliação	26
IV.3 Recomendação B – Requisitos de liquidez	30
IV.3.1 Fundamentação económica	30
IV.3.2 Avaliação	33
IV.4 Recomendação C – Divulgação pública	34
IV.4.1 Fundamentação económica	34
IV.4.2 Avaliação	34
IV.5 Recomendação D – Prestação e partilha de informação	35
IV.5.1 Fundamentação económica	35
IV.5.2 Avaliação	35
IV.6 Seguimento	36
IV.6.1 Prazos	36
IV.6.2 Critérios de observância	36
IV.6.3 Comunicação sobre o seguimento	37
BIBLIOGRAFIA	39

LISTA DE ABREVIATURAS

AP: Administrações Públicas

BCE: Banco Central Europeu

CEF: Conselho de Estabilidade Financeira

CERS: Comité Europeu do Risco Sistémico

CESR: *Committee of European Securities Regulators*/Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários

ESMA: *European Securities and Markets Authority*/Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

FMM: fundo(s) do mercado monetário

FSOC: *Financial Stability Oversight Council*/Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira

GFIA: gestores de fundos de investimento alternativos

ICI: *Investment Company Institute*/Instituto das Sociedades de Investimento

IFM: instituições financeiras monetárias

IMMFA: *Institutional Money Market Funds Association*/Associação dos Fundos do Mercado Monetário Institucionais

IOSCO: *International Organization of Securities Commissions*/Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários

OICVM: organismos de investimento coletivo em valores mobiliários

OIF: outras instituições financeiras

SEC: *Securities and Exchange Commission*/Comissão dos Mercados de Valores Mobiliários

SNF: sociedades não financeiras

SSFP: sociedades de seguros e fundos de pensões

UE: União Europeia

VPL: valor patrimonial líquido

SUMÁRIO

O presente anexo fornece informação complementar às recomendações do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) destinadas a apoiar e avaliar a implementação, na Europa, das reformas do Conselho de Estabilidade Financeira (CEF) no que respeita a atividades bancárias paralelas no âmbito dos fundos do mercado monetário (FMM). Os FMM são uma componente fundamental do sistema bancário paralelo. À semelhança dos bancos, procedem à transformação de prazos e de liquidez e são potencialmente considerados pelos investidores como uma alternativa segura aos depósitos bancários [em particular, quando se trata de fundos de valor patrimonial líquido (VPL) constante, que procuram manter um valor nominal invariável]. Contudo, embora os FMM sejam abrangidos pela regulamentação aplicável aos valores mobiliários, não estão sujeitos aos requisitos regulamentares do setor bancário e podem, em alguns casos, ser particularmente vulneráveis a corridas desestabilizadoras por parte dos investidores. Por conseguinte, podem ser uma fonte de risco sistémico significativo. Um outro risco associado aos FMM é o apoio implícito e discricionário dos respetivos patrocinadores, sendo maior a probabilidade de apoio no caso dos fundos de VPL constante.

Foram já tomadas várias iniciativas regulamentares internacionais e europeias (tais como as recomendações de outubro de 2012 da IOSCO e as orientações do CESR/da ESMA de maio de 2010) para dar resposta aos riscos associados aos FMM. Além disso, o CEF deverá emitir, em setembro de 2013, as suas recomendações finais sobre todas as vertentes do trabalho realizado no domínio do sistema bancário paralelo. Nos Estados Unidos, o quadro regulamentar dos FMM poderá ser objeto de novas alterações, na sequência do lançamento, em novembro de 2012, de uma consulta pública sobre as recomendações propostas pelo Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council* – FSOC). Na Europa, a Comissão Europeia deverá divulgar, no decurso do primeiro trimestre de 2013, a sua proposta legislativa para a reforma do quadro dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) e dos FMM. Pretende-se que as recomendações do CERS e o presente anexo informem sobre o trabalho da Comissão neste importante domínio.

Caraterísticas do setor dos FMM na Europa

Para avaliar o possível impacto das recomendações do CERS, foi elaborado um perfil detalhado do setor dos FMM, com base, entre outros elementos, numa recolha de dados *ad hoc*. Na Europa, os FMM gerem aproximadamente 1 bilião EUR em ativos, constatando-se que três países – França, Irlanda e Luxemburgo – representam uma percentagem agregada de 95 % do total dos ativos dos FMM. Os investidores em FMM franceses são essencialmente investidores nacionais, ao passo que os fundos irlandeses e luxemburgueses contam, em grande medida, com investidores não residentes. A maioria dos FMM europeus está autorizada a operar nos termos do quadro regulamentar aplicável aos OICVM. Os cinco principais grupos que gerem FMM na Europa representam 40 % do total do setor e quatro desses cinco grupos estão associados a bancos.

Os FMM desempenham um papel importante nos mercados monetários, estimando-se que detenham aproximadamente 25 % do total dos títulos de dívida de curto prazo emitidos na área do euro. Cerca de 75 % das suas exposições são a instituições financeiras monetárias (IFM), que, no caso da Irlanda, são sobretudo instituições de países não pertencentes à União Europeia (UE). Os fundos irlandeses e luxemburgueses detêm uma grande parte dos seus ativos em moeda estrangeira, sobretudo em dólares dos Estados Unidos e libras esterlinas.

Numa base agregada, os FMM europeus são utilizados sobretudo por investidores institucionais, embora em alguns países sejam tipicamente um produto de retalho. As próprias IFM contam-se entre os principais investidores em FMM. Estas representam mais de 30 % da base de investidores total dos FMM e tendem a preferir fundos de VPL constante. Os FMM europeus apresentam uma base de investidores de fora da UE significativa, em particular, os fundos de VPL constante irlandeses. Verifica-se uma interligação acrescida dos FMM com o resto do sistema financeiro, devido à sua relação com os respetivos patrocinadores, os quais são muitas vezes bancos.

Um pouco mais de 40 % dos ativos geridos pelo setor são investidos por fundos de VPL constante. Dois terços dos fundos de VPL constante europeus encontram-se registados na Irlanda e um terço no Luxemburgo. Em regra, os fundos de VPL constante têm uma dimensão bastante maior, um perfil de risco mais conservador, prazos mais curtos, níveis de liquidez mais elevados e uma base de investidores de fora da UE maior do que os fundos de VPL variável. Quanto a este aspeto, é de salientar que as orientações do CESR/da ESMA de 2010 impuseram normas aos FMM em termos de ativos elegíveis, bem como de qualidade e de prazos. Segundo os resultados da recolha de dados conduzida pelo CERS, cerca de 27 % dos fundos de VPL constante incluídos no inquérito registaram desvios de mais de 10 pontos base entre o valor ao par e o valor de mercado dos seus ativos, nos últimos cinco anos, não tendo em nenhum caso sido comunicados dados relativos a apoio prestado por patrocinadores.

Recomendações do CERS

As recomendações do CERS são semelhantes às publicadas pela IOSCO em outubro de 2012. Na resposta ao risco sistémico, o principal objetivo do trabalho da IOSCO é reduzir a suscetibilidade dos FMM ao risco de corridas por parte dos investidores. Com base, entre outros elementos, nos resultados da recolha de dados especificamente conduzida para o efeito, as recomendações do CERS são complementadas por uma análise quantitativa e qualitativa, com vista a determinar se uma modificação dos modelos de negócio em linha com as reformas resultaria numa contração grave dos FMM, em particular numa altura em que estes já são negativamente afetados por um contexto de taxas de juro baixas. As recomendações abrangem as quatro áreas específicas a seguir enumeradas.

Mudança obrigatória para um VPL variável – Deve ser exigido aos FMM que tenham um VPL variável, a fim de reforçar a sua vertente de investimento e limitar a vertente de depósito. Este requisito minorará os incentivos dos investidores a corridas, aumentará a transparência de preços e reduzirá a interligação do sistema financeiro. Solicita-se também aos FMM que generalizem a mensuração pelo justo valor, restringindo, ao mesmo tempo, a mensuração ao custo amortizado a um conjunto predeterminado de circunstâncias.

Requisitos de liquidez – Os atuais requisitos de liquidez devem ser melhorados mediante a imposição de limites mínimos explícitos aos montantes de ativos líquidos a deter pelos FMM numa base diária e semanal. A responsabilidade dos gestores dos fundos pelo acompanhamento do risco de liquidez deve ser reforçada. Por último, devem existir instrumentos eficazes – como, por exemplo, a suspensão temporária de reembolsos – para lidarem com restrições de liquidez em períodos de tensão, resultantes tanto de desenvolvimentos específicos a nível dos fundos, como da evolução do conjunto do mercado.

Divulgação pública – Os materiais de *marketing* dos FMM devem chamar a atenção dos investidores para a ausência de uma garantia de capital e a possibilidade de perdas. Deve ser proibida qualquer informação ao público que transmita a ideia de que existe apoio ou capacidade de apoio por parte dos patrocinadores dos fundos, exceto se esse apoio consistir num compromisso firme por parte dos patrocinadores, o qual terá, nesse caso, de ser reconhecido nas contas e requisitos prudenciais dos mesmos. Por último, a informação disponibilizada deve incluir uma descrição das práticas de valorização, em particular no que respeita à mensuração ao custo amortizado e à possibilidade de suspensão de subscrições e reembolsos, também em períodos de tensão.

Prestação e partilha de informação – Quaisquer casos de apoio dos patrocinadores devem ser comunicados às autoridades de supervisão nacionais competentes, as quais devem partilhar a informação com outras autoridades nacionais e europeias relevantes. A prestação regular de informação por parte dos FMM deve ser melhorada e harmonizada. Sempre que pertinente, as autoridades de supervisão nacionais competentes devem partilhar informação com outras autoridades relevantes (nacionais, estrangeiras ou europeias).

INTRODUÇÃO

O objetivo das recomendações do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) e da análise complementar é avaliar, da perspetiva da estabilidade financeira, as recomendações de outubro de 2012 da IOSCO sobre os fundos do mercado monetário (FMM) em termos do seu potencial impacto no setor dos FMM da União Europeia (UE). O presente anexo incide nas questões de aplicação mais relevantes para a estabilidade financeira e visa apoiar e fornecer recomendações aos decisores de política da UE.

As análises quantitativa e qualitativa constantes deste anexo baseiam-se em diversas fontes de informação, incluindo estudos académicos, trabalho prévio realizado pelo CERS sobre os FMM, dados estatísticos produzidos pelo Banco Central Europeu (BCE) e um inquérito *ad hoc* especificamente lançado pelo CERS para recolher informação mais detalhada, para além da contida em fontes disponíveis ao público. O CERS organizou ainda uma mesa-redonda com participantes no mercado para recolher as opiniões do setor.

A **Secção I** analisa as recentes iniciativas regulamentares internacionais e europeias relacionadas com os FMM, proporcionando assim o quadro de política mais geral das recomendações do CERS. A **Secção II** apresenta uma breve panorâmica das fontes de risco sistémico decorrentes dos FMM, a que as recomendações do CERS visam dar resposta. Servindo de suporte analítico às recomendações, a **Secção III** examina a estrutura de mercado do setor dos FMM na Europa, centrando-se nos elementos do mercado particularmente relevantes da perspetiva do risco sistémico. A **Secção IV** expõe as várias recomendações do CERS, fornecendo, para cada, a fundamentação económica, uma avaliação e critérios de observância.

I. INICIATIVAS REGULAMENTARES RECENTES

I.1 Iniciativas internacionais

No seguimento de uma avaliação das causas da recente crise financeira, diversas autoridades de regulamentação nacionais e organizações internacionais salientaram a necessidade de reformas estruturais dos FMM. Na Cimeira de Seul, em novembro de 2010, os líderes do G20 solicitaram ao **Conselho de Estabilidade Financeira** (CEF) que elaborasse recomendações para reforçar a supervisão e a regulamentação do sistema bancário paralelo (*shadow banking system*). Em 27 de outubro de 2011, o CEF publicou um conjunto de recomendações iniciais, aprovado pelo G20 na Cimeira de Cannes. O CEF recomendou, em particular, a melhoria do quadro regulamentar dos FMM. Identificou os FMM de valor patrimonial líquido (VPL) constante, que procuram manter um valor nominal inalterado, como uma importante fonte de potencial risco a dar resposta, mediante o encorajamento/a exigência de uma mudança para fundos de VPL variável, a imposição de requisitos de capital e de liquidez a FMM de VPL constante e/ou outras abordagens possíveis. O CEF atribuiu ainda à IOSCO o mandato de realizar uma análise de potenciais reformas regulamentares, passíveis de mitigar a suscetibilidade dos FMM a corridas por parte dos investidores e a outros riscos sistémicos, e de desenvolver recomendações de política.

Na sequência deste pedido, a **IOSCO** emitiu, em 9 de outubro de 2012, recomendações para a reforma dos FMM. Complementarmente a estas recomendações, publicou um comunicado, no qual informou que, embora a maioria dos comissários da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (*Securities and Exchange Commission – SEC*) dos Estados Unidos não tivesse apoiado a publicação das recomendações da IOSCO, não tinham sido expressas quaisquer outras objeções, tendo o relatório sido aprovado pelo Conselho da IOSCO.

Em 18 de novembro de 2012, o CEF publicou uma série de documentos de consulta, um dos quais comportava uma análise geral integrada das recomendações sobre o sistema bancário paralelo. Nesse relatório, o CEF subscreveu as recomendações da IOSCO como um quadro eficaz para o reforço generalizado da resiliência dos FMM a riscos. Subscreveu ainda a recomendação de conversão de FMM de VPL constante em FMM de VPL variável, quando viável. Além disso, indicou que, nos casos em que a conversão não seja viável, as salvaguardas que será necessário introduzir para aumentar a resiliência dos FMM de VPL constante a corridas devem ser efetivamente equivalentes, em termos operacionais, aos requisitos de capital e de liquidez e a outros requisitos prudenciais aplicáveis aos bancos e que os protegem contra corridas a depósitos pelos clientes.

O CEF anunciou que, até setembro de 2013, irá preparar as suas recomendações finais sobre o sistema bancário paralelo, incluindo recomendações pormenorizadas no âmbito de cada uma das suas cinco vertentes de atuação (sendo os FMM uma delas). Apesar de o trabalho sobre os FMM já estar, em grande medida, concluído, é possível que outras vertentes de trabalho (em particular no tocante às interações dos bancos com entidades do sistema bancário paralelo, à cedência de títulos e aos acordos de recompra) possam também ter implicações para as reformas dos FMM.

Em 2010, foram adotadas nos **Estados Unidos** determinadas reformas dos FMM. Na altura, a SEC salientou que essas reformas constituíam um primeiro passo. Em outubro de 2010, o grupo de trabalho do Presidente dos Estados Unidos sobre os mercados financeiros (*President's Working Group on Financial Markets*) divulgou um relatório que descreve um conjunto de opções de política adicionais, visto não ser de esperar que as reformas de 2010, por si só, evitem corridas. Nessa conformidade, a SEC foi chamada a desenvolver novas reformas estruturais. Contudo, em 22 de agosto de 2012, a presidente da SEC, Mary Schapiro, anunciou que a maioria dos comissários da SEC não apoiaria a proposta de reforma estrutural dos FMM avançada pelos especialistas da SEC.

Em resultado, em 27 de setembro de 2012, o Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Timothy Geithner, solicitou ao Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council – FSOC*) que tomasse medidas, na ausência destas por parte da SEC. Em 13 de novembro de 2012, o FSOC publicou, para consulta pública, a sua proposta de recomendações sobre a reforma dos FMM. Essas recomendações apresentam três alternativas, as quais não se excluem forçosamente umas às outras: i) VPL variável, ii) VPL constante com amortecedor de VPL e «saldo mínimo em risco», iii) VPL constante com amortecedor de VPL e outras medidas. À data do presente anexo, ainda não eram conhecidos os resultados da consulta pública. Continua também a ser pouco claro se a SEC atuará em conformidade com as recomendações do FSOC, em especial à luz das já referidas dificuldades encontradas pela SEC nas suas tentativas iniciais.

1.2 Iniciativas europeias

Em maio de 2010, o **Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários** (*Committee of European Securities Regulators – CESR*), o predecessor da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority – ESMA*), publicou orientações com vista a uma definição harmonizada do termo «FMM» na Europa e à instituição de novas normas comuns em resposta às falhas identificadas durante a crise financeira. Essas orientações definem dois tipos de FMM – «FMM de curto prazo» e «FMM» – e normas rigorosas para a qualidade e o prazo de vencimento das carteiras, a gestão do risco e a divulgação de informação. As orientações do CESR/da ESMA entraram em vigor em julho de 2011, com um período de transição de seis meses para os fundos existentes, e são aplicáveis a fundos do tipo OICVM e que não sejam OICVM.

As orientações do CESR/da ESMA já abordam a maioria das recomendações da IOSCO. Por exemplo, conforme recomendado pela IOSCO (recomendações 1 a 3), estabelecem uma definição explícita de FMM, regras rigorosas quanto ao tipo de instrumentos em que os FMM podem investir (incluindo a proibição da exposição a ações), limites ao prazo residual dos instrumentos, bem como limites ao vencimento médio ponderado (*weighted average maturity – WAM*) e à duração média ponderada (*weighted average life – WAL*) da carteira. No período que se seguiu à entrada em vigor das orientações, ou seja, nos últimos meses de 2011, um número considerável de fundos inicialmente transacionados como FMM recebeu nova designação e passou a integrar outras categorias de fundos.

No que se refere às recomendações da IOSCO sobre a gestão da liquidez (recomendações 6 a 8), o quadro jurídico europeu em vigor já é forte. Os testes de esforço à liquidez regulares têm de ser conduzidos nos termos definidos na Diretiva 2010/43/UE (Diretiva relativa a OICVM) e na Diretiva 2011/61/EU relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (Diretiva relativa a GFIA).

Por último, é de salientar que o quadro dos OICVM já dá resposta a questões de diversificação e limitação do risco, assim como de elegibilidade dos ativos.

Todavia, as orientações do CESR/da ESMA não cobrem todas as recomendações da IOSCO, nem todos os problemas identificados pela IOSCO como inerentes aos FMM. Designadamente, os FMM de curto prazo ainda estão autorizados a utilizar um VPL constante. Além disso, os FMM podem empregar a mensuração ao custo amortizado para valorizar instrumentos com um limite de prazo residual fixo em 397 dias, o que pode também acarretar riscos e reduzir a transparência de preços. Além disso, dado que o apoio dos patrocinadores não é regido por nenhum regulamento, nem está sujeito a requisitos de prestação de informação, as autoridades de regulamentação não dispõem de quaisquer dados sobre o mesmo.

A fim de complementar o quadro regulamentar europeu, o **setor dos FMM** desenvolveu um conjunto de melhores práticas, em conformidade com o Código de Práticas da Associação de Fundos do Mercado Monetário Institucionais (*Institutional Money Market Funds Association – IMMFA*). De acordo com este código, os FMM de VPL constante têm de controlar, pelo menos semanalmente, a diferença entre os respetivos preços publicados e a valorização a preços de mercado (conhecida como «preço paralelo»). Para desvios superiores a 10, 20 e 30 pontos base, são necessários procedimentos escalonados, sobretudo mediante um reporte interno. Nos casos em que o valor de mercado seja 50 pontos base inferior ao par, considera-se que o fundo sofreu uma «perda de valor permanente». Situações de queda para valores inferiores ao limiar mínimo (*breaking the buck*) têm de ser comunicadas à IMMFA.

Por último, a **Comissão** está a considerar a necessidade de novas reformas da regulamentação relativa aos FMM. No seu livro verde de 2012 sobre o sistema bancário paralelo, a Comissão destaca o papel dos FMM nesse sistema. Além disso, no mesmo ano, publicou também um documento de consulta sobre um quadro futuro para os fundos de investimento. Uma secção do documento aborda a questão dos FMM de VPL constante face aos FMM de VPL variável, a sua valorização, o papel dos FMM no que respeita ao risco sistémico e a dependência de notações de crédito. É provável que a Comissão apresente uma proposta legislativa relativa aos FMM no primeiro trimestre de 2013. Em outubro de 2012, o **Parlamento Europeu** aprovou em comissão uma proposta de resolução sobre o sistema bancário paralelo, na qual apoia as recomendações da IOSCO e insta os fundos de VPL constante a deterem uma licença de exercício de atividade bancária para fins restritos.

Conforme indicado a seguir, o setor dos FMM na Europa tem uma componente internacional considerável. Um dos desafios das várias iniciativas internacionais e europeias em curso é, por conseguinte, gerir o risco potencial acarretado por eventuais divergências na abordagem do risco sistémico associado aos FMM.

II. OS FMM E A ESTABILIDADE FINANCEIRA

Os FMM são uma componente fundamental do sistema bancário paralelo (CEF, 2011). Consistem em produtos de investimento sujeitos à regulamentação aplicável aos valores mobiliários, mas assemelham-se aos bancos, na medida em que procedem à transformação de prazos e de liquidez e os investidores os consideram (em particular, os fundos de VPL constante) uma alternativa segura aos depósitos bancários. Os FMM podem, porém, deter ativos menos líquidos que vençam muito depois do reembolso aos investidores e, além disso, envolvem riscos de investimento. Ao contrário dos bancos, os FMM não têm acesso à rede de proteção pública. Em regra, não dispõem do apoio explícito dos patrocinadores, embora se tenham verificado vários casos em que, *ex post*, estes prestaram efetivamente assistência a fundos em dificuldade.

Um vasto conjunto de estudos económicos, em especial no que se refere ao mercado dos Estados Unidos, demonstra que o comportamento e a natureza dos FMM os torna vulneráveis a corridas desestabilizadoras, que se podem propagar rapidamente entre fundos. Tal pode limitar ainda mais a liquidez e a disponibilidade de crédito de curto prazo, sobretudo no que toca aos bancos para os quais os FMM constituem uma importante fonte de financiamento⁽¹⁾. O risco de corridas por parte dos investidores decorre, principalmente, da vantagem de ser o primeiro a agir e da incerteza quanto ao apoio tácito e discricionário dos patrocinadores.

II.1 Vantagem de ser o primeiro a agir

Se bem que a vantagem de ser o primeiro a agir constitua uma característica de todos os fundos de investimento, muitos consideram que é sobretudo relevante para os **FMM de VPL constante**, dado que oferecem reembolsos imediatos a um preço constante arredondado (por exemplo, 1 EUR ou 1 USD por ação/unidade de participação)⁽²⁾. Por conseguinte, existe o risco de, em períodos de tensão no mercado ou de preocupações acerca da qualidade dos ativos subjacentes, o preço das ações/unidades de participação não refletir o «valor real» da carteira do fundo. Uma característica desta vantagem é o pagamento ao par de resgates antecipados, mesmo quando o valor efetivo dos ativos é potencialmente inferior. Tal induz uma transferência das perdas para os restantes acionistas, constatando-se que os investidores que

⁽¹⁾ Consultar também FSOC (2012) pp. 17-28, que fornece uma análise do risco sistémico e uma panorâmica de outros estudos académicos, como Baba *et al.* (2009); Duygan-Bump *et al.* (a publicar em breve); Gordon e Gandia (2012); Gorton e Metrick (2010), pp. 261-297; Kacperczyk e Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe *et al.* (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Ver Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. e Ward, G. (2012); CEF (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba *et al.* (2009); Gorton e Metrick (2010); McCabe (2010).

resgatam os seus investimentos mais tarde suportam perdas desproporcionadas. A vantagem de ser o primeiro a agir pode contribuir para corridas desestabilizadoras. A incerteza quanto à qualidade dos ativos da carteira pode incentivar resgates antecipados mesmo se o valor de mercado não for, efetivamente, diferente do par. O risco de corridas por parte dos investidores é especialmente relevante no caso dos investidores institucionais, os quais são muito avessos ao risco e tendem a reagir de forma mais rápida e massiva do que os investidores de retalho. De um modo geral, um VPL constante pode aumentar o risco de instabilidade, ao suscitar em alguns investidores a expectativa de reembolso ao par, na convicção de que as ações/unidades de participação em FMM são equivalentes a numerário e isentas de risco. Nessa medida, pode aumentar o risco de corridas quando um fundo não cumpre essas expectativas, ou seja, quando se verifica uma queda para valores inferiores ao limiar mínimo.

Embora a vantagem de ser o primeiro a agir seja especialmente válida no que respeita aos fundos de VPL constante, a experiência da crise financeira mostra que os investidores em **FMM de VPL variável** também podem ser incentivados a desinvestir⁽¹⁾. Como os FMM não dispõem de 100 % de liquidez numa base diária, existem efetivamente casos em que os reembolsos dos investidores não podem ser realizados. Por conseguinte, os investidores poderão ainda ter um incentivo para resgatar rapidamente (qualquer que seja o fundo de investimento), porque resgates subsequentes podem forçar o fundo a vender ativos menos líquidos, incorrendo, potencialmente, em perdas. O incentivo a corridas pode aumentar, devido a incertezas no que respeita aos métodos de valorização contabilística, as quais podem também verificar-se em fundos de VPL variável.

II.2 Apoio dos patrocinadores

Vários estudos revelam que o apoio de terceiros tem sido uma constante ao longo da história dos FMM⁽²⁾. No período de 1980 a 2009, a Moody's identificou mais de 200 FMM de VPL constante, nos Estados Unidos e na Europa, que beneficiaram de apoio dos patrocinadores. Esse apoio atingiu o seu máximo entre 2007 e 2009, quando mais de 60 fundos (36 nos Estados Unidos e 26 na Europa) tiveram necessidade de assistência, principalmente devido à deterioração/ao incumprimento do crédito e a questões de liquidez. De acordo com a Moody's, pelo menos 20 empresas gestoras de fundos «prime», nos Estados Unidos e na Europa, incorreram em despesas de cerca de 12 mil milhões USD para preservar o valor dos seus fundos de VPL constante. Além disso, pelo menos duas empresas gestoras de fundos estiveram dependentes do balanço das respetivas empresas-mãe e do acesso à facilidade de desconto do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos para satisfazerem os reembolsos, tendo duas empresas procedido à consolidação e transferência de ativos dos FMM para os seus balanços (ver também Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. e Ward, G., 2012).

A falência do fundo de investimento Reserve Primary Fund, nos Estados Unidos, ilustra o principal problema da dependência do apoio tácito e discricionário dos patrocinadores. O fundo sofreu uma queda para valores inferiores ao limiar mínimo, ou seja, foi incapaz de manter o seu VPL em 1 USD na sequência do colapso do banco de investimento Lehman Brothers (ao qual o fundo tinha uma exposição representava 1,2 % do seu VPL). Essa queda induziu imediatamente uma corrida ao fundo, que deu origem a uma corrida generalizada aos FMM nos Estados Unidos, verificando-se em poucos dias um volume muito elevado de levantamentos. O patrocinador do Reserve Primary Fund acabou por não prestar assistência ao fundo, o que pode ter criado incertezas quanto ao apoio dos patrocinadores em geral e acelerado a corrida aos FMM. Em termos globais, estes eventos deram origem a perturbações no mercado de papel comercial e forçaram as autoridades dos Estados Unidos a intervir, entre outras formas, criando duas facilidades de liquidez e aumentando a cobertura do sistema de garantia de depósitos.

A evidência fornecida por estes acontecimentos aponta para a importância do apoio histórico dos patrocinadores, mas ilustra, simultaneamente, uma potencial falha. Nessa medida, a incerteza quanto à disponibilidade de apoio durante a recente crise poderá ter contribuído para as corridas. McCabe (2011) e Gordon e Gandia (2012) mostram que a capacidade dos patrocinadores constitui um fator importante em termos do comportamento dos investidores. Gordon e Gandia (2012) demonstram que os fundos de VPL constante geridos ou financiados por empresas potencialmente frágeis são confrontados com saídas muito superiores e com um risco de corridas por parte dos investidores mais elevado. Além disso, os analistas e as agências de notação podem ter em conta o balanço e a solidez financeira das instituições que oferecem FMM. Por conseguinte, a natureza implícita do apoio dos patrocinadores e a sua dependência da capacidade de

⁽¹⁾ Ver Scott (2012), onde são citados valores do Instituto das Sociedades de Investimento (*Investment Company Institute* – ICI) que indicam que os fundos de VPL variável franceses perderam cerca de 40 % dos seus ativos no período de três meses, de julho a setembro de 2007. Contudo, nos termos da legislação francesa, estes fundos não eram FMM, mas foram comercializados como «FMM melhorados».

⁽²⁾ Ver Brady (2012) e Moody's (2010). O relatório de consulta da IOSCO (de abril de 2012) também descreve em pormenor as conclusões da SEC em relação ao apoio dos patrocinadores: no período de agosto de 2007 a 31 de dezembro de 2008, os especialistas da SEC estimaram que quase 20 % de todos os FMM receberam algum apoio dos seus gestores financeiros ou das filiais destes.

financiamento dos mesmos podem gerar incerteza entre os participantes no mercado, o que pode resultar numa maior vulnerabilidade dos FMM a corridas. Em geral, um sistema que depende das garantias implícitas e discricionárias de terceiros pode ser considerado instável, porque o garante não internaliza o custo do acordo implícito (McCabe, 2011).

II.3 Enquadramento económico atual

O atual contexto de taxas de juro baixas levanta questões sobre a capacidade de os FMM manterem o seu VPL constante. Após o corte das taxas de juro das diretoras do BCE em julho de 2012, os instrumentos de dívida de curto prazo em que os FMM europeus investem fortemente registaram descidas rápidas de rentabilidade, chegando mesmo a atingir valores negativos. Visto que a estrutura de VPL constante não pode acomodar perdas, a situação forçou os gestores dos fundos de VPL constante a suspender as subscrições, tendo alguns fundos decidido, porém, deixar o VPL variar, pelo menos indiretamente. Em alguns casos, em vez de ser reduzido o preço da ação/unidade de participação, reduz-se o número das mesmas detidas pelos investidores, o que representa perdas efetivas suportadas pelos investidores. A título de exemplo, em outubro de 2012, a JPMorgan Chase anunciou aos investidores que passaria a tratar deste modo as perdas nos seus dois maiores FMM europeus (o Euro Liquid Fund, com 4 mil milhões EUR em ativos sob gestão, e o Government Liquidity Fund, com 13 mil milhões EUR). Foi adicionada a estes fundos uma nova categoria de ações/unidades de participação designada «flex», que manterá as detenções dos investidores num valor estável de 1 EUR por ação/unidade de participação, mas deduzirá ações/unidades de participação da conta global para cobrir os custos operacionais e as rentabilidades negativas.

III. ESTRUTURA DO SETOR DOS FMM NA EUROPA

Com o objetivo de avaliar as implicações dos FMM para a estabilidade financeira (abordadas a um nível mais conceptual na secção anterior) e o possível impacto das recomendações do CERS apresentadas na Secção IV, a presente secção fornece um perfil detalhado do setor dos FMM na Europa com base numa análise quantitativa.

De acordo com estatísticas do BCE, os ativos sob gestão de FMM europeus representavam aproximadamente 1 bilião EUR em junho de 2012, valor que é inferior ao máximo de 1,4 biliões EUR atingido em 2008 e está próximo do nível de 2011. O número de fundos também diminuiu de mais de 1 300 em 2011 para 1 171 em junho de 2012. Parte da recente diminuição ocorreu sob a forma de uma consolidação do setor, na sequência da implementação das orientações do CESR/da ESMA, referidas na Secção I.2.

Cerca de 95 % do setor dos FMM na Europa encontra-se concentrado em três países: França (com uma quota de mercado de 39 % dos ativos sob gestão), Luxemburgo (31 %) e Irlanda (25 %). No que respeita ao setor agregado dos fundos de investimento da área do euro, em junho de 2012, os FMM representavam cerca de 15 % do total dos ativos sob gestão, sendo a França o país com a quota mais elevada (cerca de 38 %). Na Irlanda, os ativos dos FMM representam cerca de 32 % do total do mercado de fundos de investimento e no Luxemburgo 11 %. No entanto, os ativos sob gestão de FMM da UE representam apenas 2,5 % do total dos ativos do setor das IFM da área do euro (excluindo bancos centrais).

III.1 Alcance do inquérito *ad hoc* do CERS

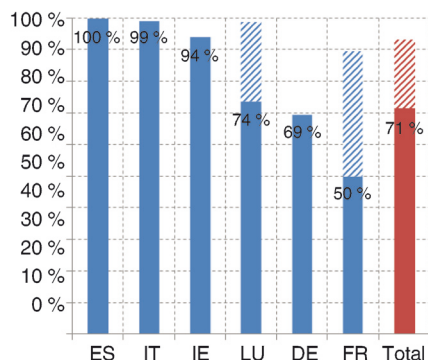
A fim de reunir informação mais detalhada do que a disponível através das estatísticas do BCE, o CERS realizou um inquérito *ad hoc* sobre FMM assente também em dados relativos a fundos específicos. Os dados foram coligidos na base do «melhor esforço» por seis países (Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália e Luxemburgo) e referem-se à situação no final de junho de 2012. Fornecem informação sobre a desagregação do balanço por tipo de fundo, ou seja, VPL constante, VPL variável de curto prazo e outros fundos de VPL variável (desagregação não disponível nas estatísticas do BCE). O inquérito incluí igualmente informação sobre os preços paralelos dos fundos de VPL constante no período de junho de 2007 a junho de 2012.

O inquérito do CERS abrange 71 % dos ativos sob gestão nos seis países inquiridos, de acordo com as estatísticas do BCE ⁽¹⁾. Foi também recolhida informação – agregada – adicional para mais 22 % do setor, nos mesmos países. Esses dados adicionais captam apenas a desagregação por tipo, gestor e dimensão do fundo em termos de ativos sob gestão (ver **Gráfico 1**). No conjunto, os dados do inquérito abarcam 93 % do setor dos FMM nos seis países (ou 89 % do setor dos FMM da UE).

⁽¹⁾ A cobertura é ligeiramente inferior para as responsabilidades, devido à ausência de dados sobre a base de investidores dos FMM localizados na Alemanha.

Gráfico 1

Cobertura do inquérito do CERS por país (em percentagem)

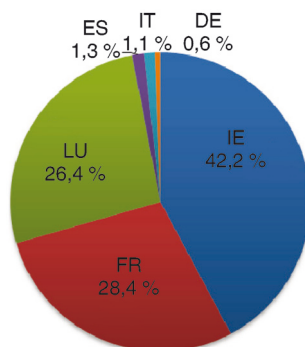


Fontes: BCE e inquérito do CERS.

Notas: A cobertura pretendida em relação ao total dos ativos sob gestão dos FMM residentes em cada um dos países era de cerca de 75 %. As áreas com riscas diagonais correspondem a dados parciais (por exemplo, casos em que foi reportada apenas informação sobre o tipo de fundos). Tendo em conta alguma contagem dupla, a cobertura é efetivamente mais elevada, atingindo, por exemplo, 60 %, no caso de França, quando se excluem fundos de fundos e fundos principais de alimentação (*master-feeder funds*).

Gráfico 2

Composição da amostra (por ativos sob gestão; em percentagem)



Fonte: Inquérito do CERS.

Nota: Percentagem apenas dos dados reportados completos.

O inquérito mostra que os fundos de VPL constante representam cerca de 43 % (ou 433 mil milhões EUR) do total dos ativos sob gestão de FMM europeus. Destes fundos, aproximadamente dois terços (272 mil milhões EUR) estão localizados na Irlanda e um terço (161 mil milhões EUR) no Luxemburgo. Os FMM localizados em França encontram-se divididos entre fundos de VPL variável de curto prazo e outros fundos de VPL variável (ou seja, fundos de VPL variável, excluindo fundos de VPL variável de curto prazo), representado, respetivamente, 47 % e 36 %. Na Alemanha, Itália e Espanha, os FMM são quase exclusivamente de VPL variável. No tocante à distinção entre VPL constante e VPL variável, é de salientar que estes valores se baseiam na autoclassificação dos fundos inquiridos, dado não existir uma definição jurídica ou estatística clara de VPL constante/VPL variável; alguns fundos têm categorias de ações/unidades de participação de VPL constante e VPL variável.

Em termos de número de fundos, o inquérito inclui 123 fundos de VPL constante que operam no Luxemburgo e na Irlanda, os quais representam 13 % dos fundos a operar nos seis países abrangidos pelo inquérito, mas 45 % dos ativos sob gestão (ver **Quadro 1**). Inclui ainda 330 fundos de VPL variável (dos quais 124 de VPL variável de curto prazo) dos seis países.

Quadro 1

Desagregação de ativos sob gestão e número de fundos por tipo e por país (milhões EUR)

	França		Irlanda		Luxemburgo		Espanha		Itália		Alemanha		Total da amostra	
	Número de fundos	Ativos sob gestão	Número de fundos	Ativos sob gestão	Número de fundos	Ativos sob gestão	Número de fundos	Ativos sob gestão	Número de fundos	Ativos sob gestão	Número de fundos	Ativos sob gestão	Número de fundos	Ativos sob gestão
VPL constante	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
VPL variável de curto prazo	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VPL variável	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Outros fundos de VPL variável	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
OICVM	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Não OICVM	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
n/d	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Total	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Fontes: BCE e inquérito do CERS.

Notas: A categoria «Total» refere-se às estatísticas do BCE sobre rubricas do balanço dos FFM e o registo de IFM. A categoria «Outros fundos de VPL variável» refere-se a fundos não incluídos no inquérito. A categoria «n/d» (não disponível), que corresponde aos casos em que não foram reportados dados quanto ao tipo de fundo, refere-se, no que toca a França, a fundos de aforro de trabalhadores, a fundos de alimentação (*feeder funds*), fundos de fundos e fundos restringidos a um ou a um número limitado de investidores (*fonds dédiés*) que podem ou não ser OICVM.

III.2 Análise dos ativos dos FMM

Relativamente aos **setores económicos**, as estatísticas do BCE sobre FMM revelam que os fundos investem sobretudo no setor das IFM, o que é corroborado pelo inquérito do CERS, o qual indica que a exposição a IFM corresponde, em média, a 75 %. Regra geral, as exposições não diferem entre os tipos de fundos (ver **Quadro 2** e **Gráfico 4**). A exposição a sociedades não financeiras (SNF) é relativamente reduzida (10 %). As estatísticas do BCE demonstram também a importância decrescente dos títulos de dívida de SNF na carteira de ativos dos FMM (ver **Gráfico 3**) ao longo dos últimos anos. No que respeita a emitentes, as orientações do CESR/da ESMA restringem os fundos em termos de qualidade do crédito. A afetação de ativos dos FMM europeus encontra-se, portanto, concentrada num número relativamente reduzido de emitentes bancários e não bancários de elevada qualidade (ver FitchRatings, 2012).

Quadro 2

Afetação de investimentos por tipo de fundo e por setor (em percentagem do total dos ativos)

	IFM	Sociedades não financeiras	Administrações Públicas	Outros intermediários financeiros
1 - VPL constante	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - VPL variável de curto prazo	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

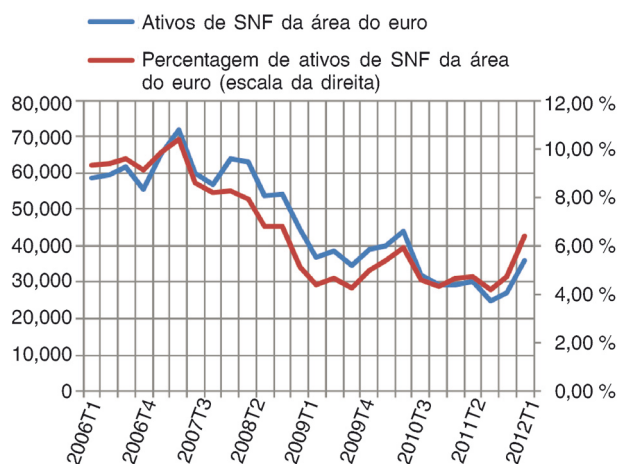
	IFM	Sociedades não financeiras	Administrações Públicas	Outros intermediários financeiros
3 - VPL variável (exceto VPL variável de curto prazo)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - OICVM	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - Não OICVM	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Total com base no inquérito	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Total com base nos dados do BCE	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Fontes: BCE e inquérito do CERS.

Nota: Os totais do BCE referem-se apenas a contrapartes da área do euro.

Gráfico 3

Exposição dos FMM a SNF da área do euro (milhões EUR; em percentagem)



Fonte: BCE.

Nota: «Percentagem de ativos de SNF da área do euro» refere-se ao rácio dos ativos dos FMM emitidos por sociedades não financeiras da área do euro em relação ao total dos ativos dos FMM emitidos por residentes na área do euro.

Considerando a desagregação constante do quadro 2, os FMM representam uma importante fonte de financiamento para os bancos, em comparação com outros setores. As estatísticas do BCE relativas a emissões de títulos fornecem evidência da importância dos FMM no que se refere a financiamento de curto prazo (ou seja, com prazos inferiores a um ano) das IFM da área do euro. Conforme ilustrado no quadro 3, na área do euro, os FMM detêm aproximadamente 40 % da dívida de curto prazo emitida por bancos.

Quadro 3

Quota do total da dívida de curto prazo das IFM da área do euro detida por FMM da área do euro (milhões EUR; em percentagem)

Período	Ativos dos FMM	Emissões de títulos	Rácio
2010T2	320 802	734 187	43,7 %
2010T3	314 738	743 246	42,3 %
2010T4	299 593	572 050	52,4 %
2011T1	289 694	617 695	46,9 %
2011T2	245 488	582 244	42,2 %
2011T3	238 795	613 012	39,0 %

Período	Ativos dos FMM	Emissões de títulos	Rácio
2011T4	228 310	702 274	32,5 %
2012T1	258 594	710 553	36,4 %
2012T2	254 974	677 840	37,6 %

Fonte: BCE.

Além disso, enquanto os fundos de VPL variável localizados em França apresentam uma exposição considerável ao setor das IFM (bancos e outros FMM) nacional, os fundos de VPL constante localizados na Irlanda exibem uma exposição significativa a IFM de países não pertencentes à UE (ver **Quadro 4** e **Gráfico 4**). Por outro lado, os fundos localizados no Luxemburgo investem mais em IFM da UE de fora do país. Por último, em termos relativos, os FMM na Alemanha, Espanha e Itália investem mais no setor público nacional.

Quadro 4

Seleção de desagregações dos investimentos dos FMM por região/tipo de fundo e por setor (milhões EUR)

	Fundos de VPL constante localizados na Irlanda				
	IFM	SNF	AP	OIF	Total
Nacionais	12 661	1 531	57	2	14 251
Outros países da UE	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Resto do mundo	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Total	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fundos de VPL constante localizados no Luxemburgo				
	IFM	SNF	AP	OIF	Total
Nacionais	965	0	446	0	1 411
Outros países da UE	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Resto do mundo	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Total	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fundos de VPL variável localizados em França				
	IFM	SNF	AP	OIF	Total
Nacionais	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Outros países da UE	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Resto do mundo	3 100	678	0	0	3 778
Total	166 954	23 983	6 441	605	197 982

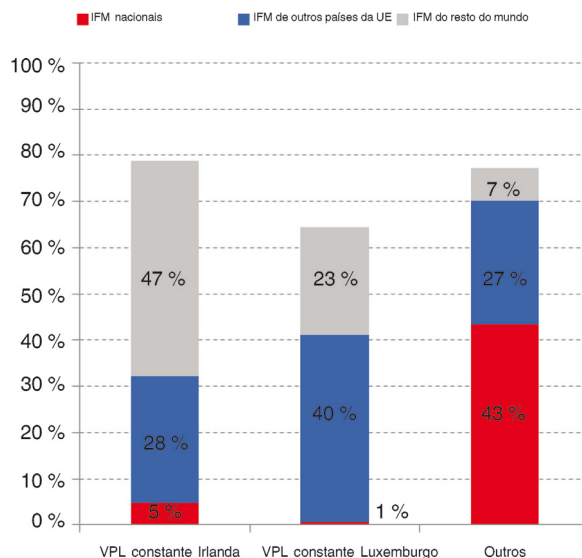
	Fundos localizados na Alemanha, Itália e Espanha				
	IFM	SNF	AP	OIF	Total
Nacionais	6 390	213	10 093	101	16 797
Outros países da UE	1 887	338	1 345	136	3 706
Resto do mundo	284	54	237	8	583
Total	8 561	604	11 675	245	21 086

Fonte: Inquérito do CERS.

Nota: A cobertura total é de 65 % dos ativos sob gestão detidos por FMM localizados nos seis países inquiridos.

Gráfico 4

Quota dos investimentos em IFM por origem geográfica (em percentagem)



Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: «Outros» inclui fundos da Alemanha, França, Espanha e Itália mais fundos de VPL variável da Irlanda e do Luxemburgo. A cobertura é 100 % do inquérito do CERS e aproximadamente 70 % do total dos ativos sob gestão de FMM da UE.

No que se refere ao **tipo de ativos**, o inquérito revela que os instrumentos do mercado monetário (por exemplo, papel comercial e certificados de depósito) são a categoria de ativos mais importante nas carteiras dos FMM (ver **Quadro 5**). Os acordos de revenda (compras com acordo de revenda), utilizados pelos FMM para disponibilizar liquidez em troca de ativos de garantia, correspondem a apenas 9 % do total dos ativos sob gestão e são celebrados, quase na totalidade, com outras IFM. Os instrumentos de dívida titularizados (*asset-backed securities* – ABS) representam apenas uma pequena fração. A percentagem de «numerário» (ou seja, depósitos sem prazo ou com prazo indeterminado) é de 6,6 % dos ativos da amostra. No entanto, é mais elevada para os fundos de VPL constante localizados na Irlanda (11 %) do que para outros fundos, como, por exemplo, os fundos de VPL constante luxemburgueses (2 %) e os fundos de VPL variável de curto prazo franceses (2,5 %).

Quadro 5

Afetação de investimentos por tipo de fundo e de instrumento (em percentagem)

	Numerário	Instrumentos do mercado monetário		Compra com acordo de revenda		Instrumentos de dívida titularizados	Dívida pública	Outros instrumentos /afetados
			de IFM		de IFM			
1 - VPL constante	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - VPL variável de curto prazo	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VPL variável (exceto VPL variável de curto prazo)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - OICVM	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - Não OICVM	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Total	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: Quota expressa como a percentagem do total dos ativos sob gestão abrangidos pelo inquérito. A categoria «Numerário» inclui depósitos bancários sem restrições de prazos. Os depósitos com prazo fixo estão incluídos na categoria «Outros instrumentos».

O inquérito inclui também dados relativos aos **prazos** dos ativos dos FMM. Aparentemente, os fundos de VPL constante têm um perfil de liquidez mais conservador, dado que operam com prazos mais curtos do que outros fundos. Por exemplo, cerca de 39 % (133 mil milhões EUR) dos ativos sob gestão de FMM de VPL constante vencem no prazo de uma semana, o que compara com 22 % no caso dos FMM de VPL variável de curto prazo (sobretudo em França) e com 16 % no caso de outros FMM de VPL variável (ver **Quadro 6**)⁽¹⁾.

Quadro 6

Desagregação dos ativos por tipo de fundo e por escalão de prazos dos ativos (em percentagem)

	1 dia ou menos/ overnight	> 1 dia; ≤ 1 semana	> 1 semana; ≤ 1 mês	> 1 mês; ≤ meses	> 3 meses; ≤ 6 meses	> 6 meses; ≤ 1 ano	> 1 ano; ≤ 397 dias	> 397 dias (para FMM, exceto FMM de curto prazo)	Cobertura
1 - VPL constante	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - VPL variável de curto prazo	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - VPL variável (exceto VPL variável de curto prazo)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 - OICVM	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 - Não OICVM	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Total	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: A cobertura refere-se à quota do total de ativos sob gestão (como identificados no inquérito), para os quais esteja disponível uma desagregação por prazo. A categoria «1 dia ou menos» inclui também depósitos sem prazo ou com prazo sem restrições.

Por último, as estatísticas do BCE proporcionam uma visão geral dos ativos dos fundos por moeda. Os valores do quadro 7 indicam que a maior parte dos ativos detidos por FMM irlandeses é denominada em libras esterlinas, enquanto a maioria dos ativos detidos por FMM localizados no Luxemburgo é denominada em dólares dos Estados Unidos. Os ativos denominados em outras moedas, excluindo o euro, constituem uma porção negligenciável do total dos ativos sob gestão de fundos localizados na Alemanha, Espanha, França e Itália. Evidência pontual sugere que os FMM não apresentam desfasamentos de moeda significativos.

Quadro 7

Desagregação por moeda dos ativos de FMM localizados na Irlanda, Luxemburgo e França (milhões EUR; em percentagem)

	Moeda de denominação dos ativos	Títulos de dívida de IFM nacionais	Títulos de dívida de IFM de outros países da área do euro	Títulos de dívida de SNF nacionais	Títulos de dívida de SNF de outros países da área do euro	Títulos de dívida extra-área do euro	Depósitos extra-área do euro	Outros ativos	Totais por moeda	Percentagem por moeda	
Irlanda	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13 %	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82 %	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54 %	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	Não disponível ⁽¹⁾								13 945	13 945	4,51 %
	Totais por rubrica		464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %

⁽¹⁾ As percentagens referem-se ao total dos ativos sob gestão dos fundos abrangidos pelo inquérito do CERS e para os quais esteja disponível uma desagregação por prazo (por exemplo, 81 % do total dos ativos sob gestão de fundos de VPL constante e 100 % para outras categorias de fundos). As percentagens podem, portanto, variar, se a cobertura for alargada a todos os fundos.

	Moeda de denominação dos ativos	Títulos de dívida de IFM nacionais	Títulos de dívida de IFM de outros países da área do euro	Títulos de dívida de SNF nacionais	Títulos de dívida de SNF de outros países da área do euro	Títulos de dívida extra-área do euro	Depósitos extra-área do euro	Outros ativos	Totais por moeda	Percentagem por moeda
Luxemburgo	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06 %
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98 %
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79 %
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01 %
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17 %
	Não disponível ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97 %
	Totais por rubrica	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00 %
França	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90 %
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22 %
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01 %
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	Não disponível ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70 %
	Totais por rubrica	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00 %

Fonte: BCE.

⁽¹⁾ A categoria «Não disponível» refere-se à detenção pelos FMM de i) ações/unidades de participação e outros títulos (em geral, negligenciáveis), ii) ações/unidades de participação em outros FMM e iii) restantes ativos. No caso da França, a componente ii) é significativa (cerca de 50 mil milhões EUR) e provavelmente composta por ações/unidades de participação denominadas em euros.

III.3 Panorâmica dos investidores dos FMM

As estatísticas do BCE relativas aos FMM oferecem apenas uma visão geral da composição dos investidores dos FMM, em particular na área do euro. Os dados do inquérito do CERS complementam as estatísticas do BCE com informação adicional sobre a desagregação por setor da base de investidores, especialmente no que se refere a investidores de países não pertencentes à área do euro. O Quadro 8 apresenta um resumo da desagregação geográfica dos investidores dos FMM, por região e tipo de fundo, com base nas duas fontes disponíveis.

No que diz respeito à **desagregação geográfica**, os fundos localizados em Espanha, França e Itália têm uma clara base de investidores nacionais, ao passo que os fundos localizados na Irlanda e no Luxemburgo dependem muito mais da procura externa. Existem, contudo, algumas discrepâncias entre as duas fontes de dados no que toca à composição geográfica dos investidores, em particular na separação entre investidores da área do euro/UE e investidores do resto do mundo, no caso dos fundos localizados na Irlanda e no Luxemburgo (ver **Quadro 8**). Tal pode dever-se a coberturas diferentes e às dificuldades dos gestores dos fundos em classificarem a região e o setor de origem dos seus investidores. De acordo com os dados do inquérito do CERS, os investidores de fora da UE representam uma parte significativa da base de investidores dos FMM (41 %), percentagem que é bastante mais elevada no caso da Irlanda (70 %). Em conformidade com estes dados, 90 % dos investidores de fora da UE que realizam aplicações em FMM europeus optam por fundos de VPL constante. Por último, a base de investidores dos FMM da Alemanha encontra-se disponível apenas nas estatísticas do BCE, as quais apontam para uma predominância de investidores nacionais.

Quadro 8

Comparação da desagregação geográfica dos investidores em FMM europeus com base nas estatísticas do BCE e nos dados do inquérito do CERS (milhões EUR; em percentagem)

		NACIONAIS	ÁREA DO EURO (excl. nacionais)	UE (excl. nacionais)	Resto do mundo ⁽¹⁾	Residuais	Total (milhões EUR)	NACIONAIS	ÁREA DO EURO (excl. nacionais)	UE (excl. nacionais)	Resto do mundo
França	Dados do BCE	368 496	16 718	n/d	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/d	1 %
	Inquérito	193 645	n/d	2 475	67	n/d	196 187	99 %	n/d	1 %	0 %
Irlanda	Dados do BCE	15 789	36 487	n/d	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/d	82 %
	Inquérito	17 018	n/d	71 563	202 364	n/d	290 945	6 %	n/d	25 %	70 %

		NACIONAIS	ÁREA DO EURO (excl. nacionais)	UE (excl. nacionais)	Resto do mundo ⁽¹⁾	Residuais	Total (milhões EUR)	NACIONAIS	ÁREA DO EURO (excl. nacionais)	UE (excl. nacionais)	Resto do mundo
Luxemburgo	Dados do BCE	10 172	81 766	n/d	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/d	61 %
	Inquérito	12 493	n/d	92 651	79 340	n/d	184 485	7 %	n/d	50 %	43 %
Itália	Dados do BCE	7 820	12	n/d	22	80	7 934	99 %	0 %	n/d	0 %
	Inquérito	7 820	n/d	15	20	n/d	7 854	100 %	n/d	0 %	0 %
Espanha	Dados do BCE	8 860	72	n/d	28	39	8 999	98 %	1 %	n/d	0 %
	Inquérito	8 881	n/d	100	0	n/d	8 981	99 %	n/d	1 %	0 %
Alemanha	Dados do BCE	4 120	1 547	n/d	384	26	6 077	68 %	25 %	n/d	6 %
	Inquérito	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/a
Total	Dados do BCE	435 941	137 229	n/d	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/d	41 %
	Inquérito	239 857	n/d	166 804	281 791		688 452	35 %	n/d	24 %	41 %

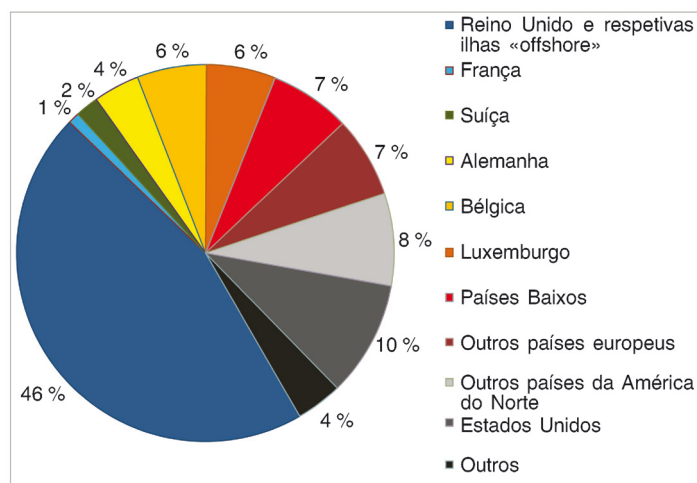
Fontes: BCE e inquérito do CERS.

⁽¹⁾ «Resto do mundo» corresponde a não residentes na UE para o inquérito do CERS e a não residentes na área do euro para as estatísticas do BCE.

Os dados da IMMFA, que indicam uma percentagem muito inferior de investidores de fora da UE no que respeita aos fundos de VPL constante da UE (ver **Gráfico 5**), ilustram também a incerteza quanto aos dados relativos à base de investidores.

Gráfico 5

Investidores dos FMM que integram a IMMFA, por país (Dezembro de 2010)



Fonte: IMMFA (citada no Documento Ocasional do CERS de 2012).

Examinando a **desagregação por setor** da base de investidores dos FMM da UE (ver **Quadro 9**), o inquérito do CERS revela a importância do setor das IMF enquanto investidor (32 % da base de investidores); o setor empresarial, com uma percentagem de 21 %, ocupa o segundo lugar, seguindo-se o setor das sociedades de seguros e fundos de pensões (SSFP), com 13 %, e outras instituições financeiras (OIF) – como, por exemplo, outros fundos de investimento ou fundos de retorno absoluto (*hedge funds*) –, com 12 %. Por conseguinte, não só os FMM são uma importante fonte de financiamento para os bancos, como também os próprios bancos estão entre os principais investidores em FMM.

Quadro 9

Base de investidores para uma seleção de categorias de fundos (milhões EUR; em percentagem)

Tipo de fundos	Países	TOTAL (milhões EUR)	IFM	SNF	OIF	SSFP	Famílias	Outros ou n/d	Cobertura ⁽¹⁾	Coer-tura corrigi-da
1 - VPL cons-tante	Irlanda	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburgo	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - VPL variá-vel de curto prazo	França	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Outros paí-ses	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 - VPL variá-vel (exceto VPL variável de curto prazo)	França	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Outros paí-ses	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - OICVM	Todos os países	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Não OICVM	Todos os países	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Total	Todos os países	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Fonte: Inquérito do CERS.

(¹) A cobertura por tipo de fundo foi calculada com base nas somas de dados completos e parciais. A cobertura para os totais é calculada em relação ao total dos fundos dos seis países inquiridos, de acordo com os dados do BCE. A cobertura corrigida corresponde à cobertura compensada da categoria «Outros ou n/d». Os valores a vermelho referem-se a montantes superiores a 20 mil milhões EUR.

Examinando algumas **especificidades nacionais**, os dados mostram um predomínio de IFM que investem em fundos de VPL constante localizados no Luxemburgo e na Irlanda. Os fundos de VPL constante irlandeses são também de grande importância como fonte de investimento para OIF de fora da UE (22 %). As sociedades de seguros e os fundos de pensões são os principais investidores em fundos de VPL variável de curto prazo localizados em França. A maior concentração de investimentos de SNF em FMM observa-se nos fundos de VPL constante localizados no Luxemburgo (46 mil milhões EUR), nos fundos de VPL variável, excluindo os fundos de VPL variável de curto prazo, localizados em França (41 mil milhões EUR) e nos fundos de VPL constante irlandeses (29 mil milhões EUR). Por último, a grande maioria dos investidores em FMM localizados em Espanha e Itália pertence ao setor das famílias. O valor total dos investimentos das famílias da UE nos FMM dos seis países inquiridos ascende a 32 mil milhões EUR. Uma percentagem considerável dos investimentos do setor das famílias de países não pertencentes à UE é em fundos de VPL constante localizados no Luxemburgo (16 mil milhões EUR).

III.4 Concentração do setor

O setor dos FMM da UE encontra-se bastante concentrado, em particular no que toca aos fundos de VPL constante. De acordo com o inquérito do CERS, os dez maiores fundos de VPL constante – de um total de 123 – têm uma quota de mercado de cerca de 55 %, representando 226 mil milhões EUR (ver **Quadro 10**), o que compara com 33 % para os dez principais fundos de VPL variável, todos eles, à exceção de um, localizados em França. No caso dos fundos que não são OICVM, os dez principais fundos representam 74 % da quota de mercado (¹).

Quadro 10

Concentração dos primeiros 3, 5, 10 e 20 fundos para uma seleção de categorias de fundos (em percentagem)

Fundos	VPL constante Irlanda	VPL cons-tante Lu-xemburgo	França	Todos VPL constante	Todos VPL variável	OICVM	Não OICVM	Todos os fundos
Primeiros 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Primeiros 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Primeiros 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

(¹) Principalmente devido a um fundo de VPL variável de grande dimensão localizado em França, o qual representa 35 % dos fundos que não são OICVM abrangidos pelo inquérito.

Fundos	VPL constante Irlanda	VPL constante Luxemburgo	França	Todos VPL constante	Todos VPL variável	OICVM	Não OICVM	Todos os fundos
Primeiros 20	84,30 %	n/d	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: As percentagens para as categorias «França» e «Todos os fundos» foram calculadas face ao total dos ativos sob gestão, como indicado nas estatísticas do BCE para os países inquiridos. Em todas as outras categorias, as percentagens dizem respeito ao total dos ativos sob gestão de fundos para os quais a informação correspondente se encontra disponível (VPL constante ou VPL variável, OICVM ou não OICVM), respetivamente, 89 % e 82 % do total.

Uma análise da concentração por grupo de gestão revela que os cinco e os dez principais grupos que gerem FMM na Europa correspondem, respetivamente, a 40 % e 54 % do total do setor dos FMM da UE. O setor dos fundos de VPL constante encontra-se ainda mais concentrado, com os cinco principais grupos a representarem 87 % do negócio no Luxemburgo e 59 % na Irlanda. No que respeita a fundos que não são OICVM, os três principais operadores da Europa gerem cerca de 67 % do setor. Dos dez principais grupos da Europa, sete estão ligados a bancos (incluindo quatro dos cinco principais), dois são gestores de ativos independentes e um pertence a um grupo segurador.

Quadro 11

Concentração do setor dos FMM por grupo de gestão de fundos (em percentagem)

Patrocinadores	VPL constante Irlanda	VPL constante Luxemburgo	França	Todos VPL constante	Todos VPL variável	OICVM	Não OICVM	Todos os fundos
Primeiros 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Primeiros 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Primeiros 10	73,80 %	n/d	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: As percentagens para as categorias «França» e «Todos os fundos» foram calculadas face ao total dos ativos sob gestão, como indicado nas estatísticas do BCE para os países inquiridos. Em todas as outras categorias, as percentagens dizem respeito ao total dos ativos sob gestão de fundos para os quais a informação correspondente se encontra disponível (VPL constante ou VPL variável, OICVM ou não OICVM), respetivamente, 89 % e 82 % do total.

III.5 Desvio dos fundos de VPL constante em relação à paridade

No passado, os FMM europeus apresentaram desvios entre o preço paralelo e o preço constante (ou seja, sofreram perdas não realizadas a preços correntes de mercado). De acordo com o inquérito do CERS, de uma amostra de 76 fundos (com ativos sob gestão no montante de 414 mil milhões EUR), 18 fundos de VPL constante registaram desvios até 10 pontos base e 15 fundos de VPL constante exibiram desvios de mais de 10 pontos base, no período de junho de 2007 a junho de 2012 (ver **Quadro 12**). Além disso, 13 dos 15 fundos de VPL constante com desvios de mais de 10 pontos base representam cerca de 72 mil milhões EUR dos ativos sob gestão⁽¹⁾ e incluem três dos dez maiores fundos contidos na amostra. Em alguns fundos, no entanto, os desvios foram limitados ao acontecimento de crédito na sequência do colapso do banco de investimento Lehman Brothers, em 2008. É de notar que estes dados abrangem os períodos anterior e posterior à reforma regulamentar dos FMM pelo CESR/pela ESMA, mas não é possível distinguir os desvios que ocorreram em ambos os períodos através dos dados do inquérito.

Quadro 12

Desvios dos fundos de VPL constante em relação à paridade no período de junho de 2007 a junho de 2012 (milhões EUR; em percentagem)

Desvio	Total	Com dados disponíveis sobre a dimensão			
	Número de fundos	Número de fundos	Total VPL	Percentagem	Primeiros 3 VPL
Até 10 pontos base	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 pontos base ou mais	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: Número de desvios em relação à paridade no período de junho de 2007 a junho de 2012; cobertura: 78 fundos de VPL constante (dados sobre a dimensão dos fundos disponíveis apenas para 65 fundos).

⁽¹⁾ Os dados para os outros dois fundos de VPL constante não se encontram disponíveis.

IV. RECOMENDAÇÕES DO CERS

IV.1 Âmbito das recomendações

O **objetivo de política** subjacente às recomendações do CERS é a mitigação dos riscos que os FMM localizados na UE representam para a estabilidade financeira, em virtude das características que partilham com as instituições bancárias e da sua suscetibilidade a corridas por parte dos investidores (em particular, no caso dos fundos de VPL constante). As recomendações visam também uma implementação adequada e coerente, na Europa, das recomendações pertinentes da IOSCO.

A Comissão manifestou a sua intenção de desenvolver medidas legislativas ao nível da UE relacionadas com os OICVM e os FMM. Em consonância com o objetivo de uma implementação harmonizada no conjunto da UE, a Comissão é a única **destinatária** das recomendações do CERS. A Comissão pode procurar o parecer das Autoridades Europeias de Supervisão – em especial da ESMA – no que toca à implementação das recomendações do CERS e, para assegurar a sua aplicação harmonizada, pode solicitar o desenvolvimento das normas técnicas, orientações e recomendações necessárias (incluindo modelos de prestação e divulgação de informação). O estabelecimento de normas técnicas relacionadas com a regulamentação dos FMM ultrapassa o âmbito do presente anexo.

No que respeita ao período de implementação das recomendações e em conformidade com os prazos previstos para a reforma do quadro aplicável aos OICVM, solicita-se à Comissão Europeia que, até ao final de junho de 2013 e de junho de 2014, comunique ao CERS os progressos realizados na implementação das recomendações. Para a recomendação A são propostas disposições transitórias adicionais.

No que se refere aos **fundos abrangidos** e de acordo com as recomendações da IOSCO, as recomendações do CERS incidem sobre os organismos de investimento coletivo localizados na UE e oferecidos/vendidos aos investidores como instrumentos que procuram manter o capital, proporcionam liquidez diária e têm objetivos de remuneração em linha com as taxas do mercado monetário. Focam, em especial, fundos classificados ou comercializados como FMM ou como tendo características de FMM (ou seja, que visam a manutenção do valor do capital e oferecem reembolsos diários e uma remuneração às taxas do mercado monetário), ou fundos comercializados de forma a dar essa impressão (por exemplo, vendidos como fundos em numerário, fundos líquidos ou de liquidez, ou fundos de curto prazo). Na ausência de uma referência explícita ao tipo específico de fundo (por exemplo, fundos de VPL constante, de VPL variável e de curto prazo, OICVM e não OICVM), as recomendações do CERS são aplicáveis a todos os tipos de FMM europeus, conforme atrás definido, independentemente da designação ou do quadro regulamentar aplicável.

Cada uma das recomendações é apresentada em pormenor a seguir, junto com a fundamentação económica e uma avaliação, incluindo possíveis vantagens e desvantagens e, quando possível, o potencial impacto no mercado. A avaliação assenta essencialmente em documentos de estudo, nos resultados da recolha de dados conduzida para o efeito e nas discussões com participantes no mercado.

IV.2 Recomendação A – Mudança obrigatória para um VPL variável

Recomenda-se à Comissão que assegure que a legislação da UE relevante:

1. **requer que os FMM tenham um VPL variável;**
2. **exige que os FMM generalizem a mensuração pelo justo valor, restringindo a mensuração ao custo amortizado a um conjunto limitado de circunstâncias predeterminadas.**

IV.2.1 Fundamentação económica

a) Opções de política

Uma consideração importante em termos de risco sistémico no que se refere aos FMM é o facto de existirem entidades do sistema bancário paralelo que exercem funções económicas similares às dos bancos. Embora sujeitas à supervisão do mercado, não têm uma natureza jurídica equivalente à dos bancos, nem estão sujeitas a um quadro regulamentar idêntico ao aplicável aos bancos (ver Secção II).

As recomendações da IOSCO (de outubro de 2012), conforme aprovadas pelo CEF, visam dar resposta a esta questão. O documento de consulta do CEF (de novembro de 2012) sobre a reforma do sistema bancário paralelo subscreve o trabalho da IOSCO e defende que os riscos podem ser abordados de duas formas: i) eliminando as características dos FMM que aumentam a sua suscetibilidade a corridas por parte dos investidores, ou seja, suprimindo a vertente de depósito que partilham com os bancos; ii) permitindo aos FMM manter a vertente de depósito, com a condição de estes implementarem medidas de mitigação de riscos comparáveis às impostas pela regulamentação bancária prudencial.

A primeira possibilidade requereria reformas na valorização das ações/unidades de participação em FMM, com vista a eliminar as características equiparadas às dos depósitos. Por conseguinte, a valorização das ações/unidades de participação em FMM teria de refletir melhor o valor dos ativos subjacentes. Tal implica que os FMM utilizem um modelo de VPL variável e generalizem a mensuração pelo justo valor. A eventual continuação do uso da mensuração ao custo amortizado

não deve permitir que o valor dos ativos oscile de forma significativa em relação ao justo valor. Alternativamente, os FMM poderiam continuar a usar o modelo de VPL constante, mas sob a condição de um maior alinhamento com a regulamentação bancária. Em particular, teriam de cumprir requisitos de capital, de liquidez e prudenciais equivalentes aos aplicáveis aos bancos e que os protegem de corridas por parte dos depositantes.

O que se propõe é exposto na recomendação 10 da IOSCO, segundo a qual os FMM que ofereçam um VPL constante devem ser objeto de medidas destinadas a reduzir os riscos específicos associados a um VPL constante e a internalizar os custos decorrentes desses riscos. As autoridades de regulamentação devem, sempre que viável, exigir a conversão para um VPL variável. Em alternativa, devem ser introduzidas salvaguardas para reforçar a resiliência dos FMM de VPL constante e a sua capacidade de darem resposta a reembolsos avultados. Além disso, no já referido documento de consulta de novembro de 2012, o CEF indica também que, nos casos em que a conversão não seja viável, a introdução das salvaguardas necessárias deve efetivamente ser equivalente, em termos operacionais, aos requisitos de capital e de liquidez e a outros requisitos prudenciais aplicáveis aos bancos e que os protegem de corridas aos depósitos pelos seus clientes. A recomendação 4 da IOSCO estabelece, além disso, que os FMM devem observar o princípio geral do justo valor na valorização dos títulos detidos em carteira, devendo o método da mensuração ao custo amortizado ser apenas utilizado em circunstâncias limitadas.

Na ponderação da mudança de um VPL constante para um VPL variável, deverão ser cuidadosamente considerados os desenvolvimentos em curso a nível internacional (ver Secção I.1). Está previsto que o CEF finalize o pacote de recomendações sobre o sistema bancário paralelo em setembro de 2013 (CEF, novembro de 2012). Tendo em conta a interligação dos mercados e a forte capacidade de adaptação do sistema bancário paralelo, do qual os FMM fazem parte, pode argumentar-se que as propostas relativas a este devem ser abrangentes e que uma abordagem parcial ou incompleta seria rapidamente objeto de arbitragem. O CEF informou que, uma vez preparadas as recomendações finais, começará a trabalhar nos procedimentos para garantir que as diversas recomendações de política sobre o sistema bancário paralelo sejam devidamente implementadas. Todavia, não prevê trabalho adicional nas recomendações sobre os FMM.

Em consonância com a essência do produto dos FMM, a opção de política preferida é reforçar a vertente de investimento dos FMM e reduzir as características equiparadas às dos bancos/depósitos, mediante a conversão obrigatória dos fundos de VPL constante em fundos de VPL variável. A fundamentação para ir mais longe do que a recomendação 10 da IOSCO consiste em reduzir os incentivos a corridas por parte dos investidores, aumentar a transparência de preços e reduzir a interligação, como discutido em maior pormenor a seguir.

b) Redução dos riscos

Não obstante as corridas por parte dos investidores possam ocorrer com todos os tipos de fundos que proporcionem um desajustamento de prazos ou de liquidez, os fundos de VPL constante apresentam elementos que aumentam a probabilidade de, em períodos de tensão no mercado, um investidor procurar usufruir da vantagem de ser o primeiro a agir (ver Secção II.1). A conversão para um VPL variável reduzirá os riscos específicos associados aos fundos de VPL constante e os efeitos de um acontecimento de crédito. O modelo de VPL variável pode **reduzir os incentivos a corridas por parte dos participantes num fundo**, quando esse fundo regista uma perda modesta. Conforme descrito na Secção II, mesmo perdas pequenas podem provocar corridas a um FMM, passíveis de se propagarem a outros FMM. É possível reduzir a vantagem de ser o primeiro a agir, criada pela mensuração ao custo amortizado e o arredondamento do VPL, impondo que os participantes num fundo sejam reembolsados a um VPL que reflita as perdas atuais, minorando assim a transferência das perdas para os restantes participantes.

A não aplicação da mensuração ao custo amortizado e do arredondamento pode igualmente proporcionar **transparência de preços** aos investidores, uma vez que permite oscilações nos preços das ações/unidades de participação, como é o caso de qualquer outro organismo de investimento coletivo, e pode ajudar os investidores a entenderem melhor os riscos inerentes a estes fundos e as diferenças em relação aos depósitos bancários. Pode, por conseguinte, baixar as expectativas dos investidores no que se refere à não vulnerabilidade dos FMM a perdas e reduzir o potencial risco de corridas aos fundos, quando essas expectativas não se concretizam. É mais provável os investidores esperarem, e aceitarem, oscilações regulares, como acontece com outros produtos de investimento, dado que a diminuição dos preços de mercado não indicará forçosamente um incumprimento iminente dos títulos em carteira ⁽¹⁾. Um VPL variável pode reduzir a incerteza quanto à qualidade dos ativos em carteira, visto que esta será refletida no VPL.

⁽¹⁾ Por exemplo, durante o verão de 2011, verificaram-se oscilações no valor de FMM de VPL variável europeus, refletindo as alterações nas condições de mercado e a maior volatilidade. Não obstante essas oscilações, o impacto nos reembolsos foi reduzido, o que sugere que os investidores aceitam variações temporárias (incluindo variações negativas) do VPL dos fundos em que investem.

Os FMM que investem em prazos muito curtos com um menor risco de crédito e de taxa de juro refletirão presumivelmente esse risco inferior através de um VPL menos variável. Como os investidores poderão comparar as oscilações diárias do valor em diferentes condições de mercado, a informação ajudá-los-á a tomar decisões mais em consonância com as suas preferências de risco e rendimento.

Mesmo que a referida vantagem de ser o primeiro a agir possa ser reduzida, o incentivo ao resgate antes dos outros investidores poderá persistir, embora em menor grau. Um FMM não dispõe de 100 % de liquidez numa base diária, pelo que poderá haver casos extremos em que os reembolsos dos investidores não possam ser satisfeitos. Por conseguinte, qualquer que seja o fundo de investimento, se os reembolsos forem muito elevados, os investidores poderão continuar a ter incentivos para procederem a resgates antecipados, porque reembolsos subsequentes podem forçar o fundo a vender ativos menos líquidos e incorrer, potencialmente, em perdas. As incertezas contabilísticas, também existentes nos fundos de VPL variável, podem igualmente contribuir para o risco de corridas.

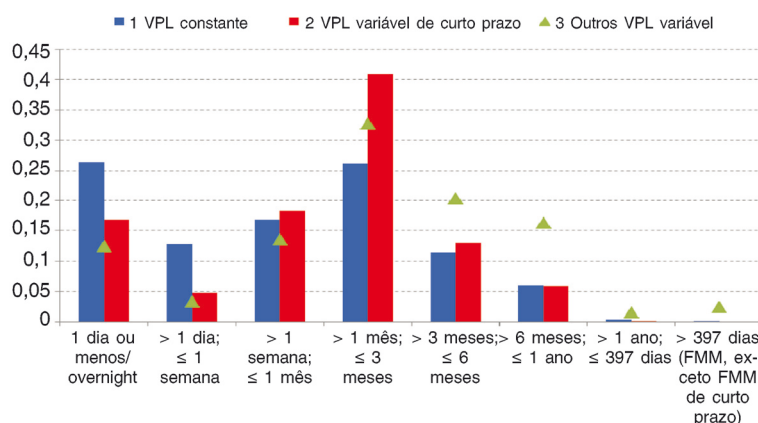
Com vista a limitar ainda mais esse risco, também em relação aos fundos de VPL variável, a recomendação aborda a valorização de instrumentos individuais. De um modo geral, os FMM devem assegurar que os ativos são valorizados de acordo com os preços de mercado vigentes, desde que esses preços estejam disponíveis e sejam fiáveis e atuais. Caso os preços de mercado não estejam disponíveis ou não sejam fiáveis, os fundos devem, em regra, valorizar os títulos em carteira através de modelos de valorização baseados na curva de rendimentos e no *spread* atuais do emitente.

A recomendação não implica uma proibição total da mensuração ao custo amortizado. No entanto, se esta continuar a ser permitida, terão de ser aplicadas salvaguardas fortes para minimizar o risco de uma fixação inadequada do preço. Em consonância com a recomendação da IOSCO, a mensuração ao custo amortizado só deve ser utilizada nos casos em que se considere que proporciona uma aproximação ao preço do instrumento adequada.

É necessário estabelecer restrições à utilização da mensuração ao custo amortizado no que respeita ao prazo residual de um instrumento, pois reduziria consideravelmente o risco de uma discrepância entre o preço do VPL constante e o preço efetivo de um FMM. Embora a IOSCO recomende um máximo de 90 dias, instrumentos com um prazo residual inferior podem dar origem a sensibilidades ao risco de crédito e de taxa de juro. Neste aspeto, é de salientar que os FMM europeus (em particular, fundos de VPL constante) detêm uma proporção elevada de ativos com prazo residual inferior a 90 dias (ver **Gráfico 6**). Nos Estados Unidos, a SEC (1977) autoriza os fundos de investimento a utilizarem a mensuração ao custo amortizado somente quando o prazo restante é igual ou inferior a 60 dias e em combinação com salvaguardas adicionais⁽¹⁾. Assim, apesar de todas as limitações serem aplicadas cumulativamente, haveria o risco de uma utilização alargada da mensuração ao custo amortizado, caso se considerasse um máximo de 90 dias. Para um fundo de VPL constante, mesmo um erro de 0,5 % na fixação do preço dos ativos pode incentivar corridas, uma vez que os investidores poderão solicitar o reembolso ao par antes do fundo cair para valores inferiores ao limiar mínimo.

Gráfico 6

Perfil de prazos dos ativos por tipo de fundo (em percentagem)



Fonte: Inquérito do CERS.

Nota: A categoria de «1 dia ou menos» inclui também depósitos sem prazo ou com prazo sem restrições. Relativamente aos fundos de VPL constante, a cobertura corresponde a 82 % dos ativos sob gestão.

⁽¹⁾ Atualmente a regra 2a-7 permite um desvio a esta regra geral e os FMM podem utilizar a mensuração ao custo amortizado e o arredondamento sem a referida limitação. De acordo com o FSOC (2012), a conversão para um VPL variável exigiria a eliminação desta isenção e, por isso, os FMM teriam de valorizar as suas carteiras da mesma forma que todos os outros fundos de investimento, o que implica a utilização da mensuração ao custo amortizado somente quando o prazo remanescente é igual ou inferior a 60 dias e sob outras condições adicionais.

A recomendação B relativa aos requisitos de liquidez aborda também os fundos de VPL variável e visa limitar ainda mais o risco de corridas. É necessário, porém, reconhecer que, embora seja possível reduzir o risco de corridas, este não pode ser completamente eliminado, porque os FMM oferecem transformação de prazos.

Por último, a recomendação A pode ajudar a fazer face ao risco sistémico associado à **interligação** dos patrocinadores de FMM, dado quaisquer oscilações do VPL variável poderem reduzir a confiança dos investidores no apoio implícito e discricionário dos patrocinadores. Tal advém do facto de os patrocinadores de fundos de VPL variável terem menos incentivos a intervir para estabilizar o preço das ações/unidades de participação.

IV.2.2 Avaliação

a) Possível impacto

Quaisquer opções de política relativas aos FMM devem ser analisadas em pormenor em termos do seu potencial impacto na estabilidade financeira e no funcionamento do mercado. A opção atualmente mais discutida a nível internacional é a mudança obrigatória dos FMM de um VPL constante para um VPL variável. Tendo em conta as ligações internacionais criadas pelos FMM, a solução ideal seria o alinhamento a nível mundial das intervenções regulamentares. Contudo, à data do presente anexo, era desconhecido se, num futuro próximo, serão realizadas outras reformas regulamentares nos Estados Unidos (o maior mercado de FMM do mundo). Ao mesmo tempo, estão em curso na Europa iniciativas legislativas sobre o quadro dos OICVM, que podem oferecer uma janela de oportunidade para a introdução de medidas que reduzam ainda mais o risco sistémico associado aos FMM (ver Secção I).

Por um lado, pressupondo que os investidores em FMM de VPL constante não são sensíveis à classificação efetiva de um fundo e estão mais preocupados com os ativos subjacentes, as consequências de uma mudança obrigatória (unilateral) dos FMM europeus para um VPL variável podem ser insignificantes para o setor dos FMM na Europa. Por outro lado, pode ocorrer um abandono súbito de FMM de VPL constante europeus em favor de outras jurisdições ou de produtos alternativos, o que pode ter um impacto grave na fixação de preços e na disponibilidade de financiamento de curto prazo para os mutuários europeus e, em particular, para os bancos.

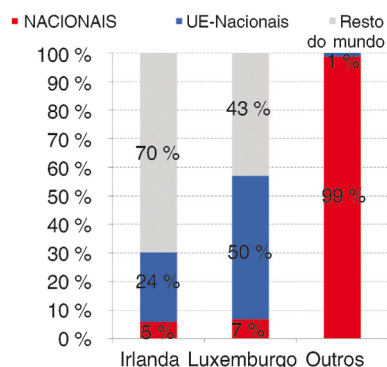
Na mesa-redonda organizada pelo CERS com intervenientes do setor privado, diversos participantes do setor defenderam que a diminuição da procura dos investidores da UE seria improvável, mas, no caso de investidores de fora da UE (em particular, de investidores dos Estados Unidos, especialmente atraídos pelas características de um VPL constante), a probabilidade de tal acontecer seria muito superior. A diminuição da procura dos investidores dos Estados Unidos pode ser potencialmente significativa se, num futuro próximo, não for realizada ou esperada uma reforma regulamentar semelhante no país. Se bem que seja muito difícil avaliar o impacto de uma possível mudança unilateral para fundos de VPL variável na Europa, sobretudo devido a incertezas acerca do comportamento dos investidores, a Secção II apresenta uma série de dados úteis que podem, pelo menos, fornecer uma indicação.

Os fundos de VPL constante exibem uma exposição considerável a IFM de fora da UE (161 mil milhões EUR, no total), em comparação com uma exposição a IFM da UE (146 mil milhões EUR), decorrente principalmente de fundos irlandeses (128 mil milhões EUR e 47 % do total dos ativos sob gestão). A exposição transfronteiras dos fundos irlandeses de VPL constante a IFM da UE é também substancial (75 mil milhões EUR). No que se refere ao Luxemburgo, a exposição a IFM da UE é mais elevada (58 mil milhões EUR) do que a exposição a IFM não localizadas na UE (33 mil milhões EUR), apesar de neste caso a cobertura ser inferior e estes valores poderem subestimar a exposição real. O financiamento, no valor de 146 mil milhões EUR, de IFM europeias poderia, por conseguinte, ser potencialmente afetado por uma mudança obrigatória para um VPL variável, embora seja provável que parte deste financiamento permaneça investida em IFM europeias, por exemplo, através de detenções diretas de títulos emitidos por bancos europeus ou através de depósitos bancários.

Existe uma incerteza considerável quanto à desagregação geográfica dos investidores dos FMM, como indicam as diferenças entre as estatísticas do BCE e os valores do inquérito *ad hoc* realizado pelo CERS (ver **quadro 9**, na Secção III.3). Os fundos de VPL constante encontram-se localizados principalmente na Irlanda e no Luxemburgo. O **quadro 9**, na Secção III.3, fornece informação sobre a desagregação geográfica e por setor da respetiva base de investidores (ver também gráficos 7 e 8, a seguir).

Gráfico 7

Desagregação geográfica dos investidores dos FMM (em percentagem)

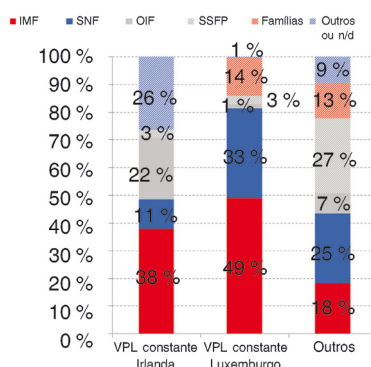


Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: «Outros» inclui fundos da Alemanha, Espanha, França e Itália. A cobertura é 100 % do inquérito do CERS e corresponde a aproximadamente 70 % do total dos ativos sob gestão de FMM da UE.

Gráfico 8

Desagregação setorial dos investidores dos FMM (em percentagem)



Fonte: Inquérito do CERS.

Notas: «Outros» inclui fundos da Alemanha, Espanha, França e Itália mais fundos de VPL variável da Irlanda e do Luxemburgo. A cobertura é 100 % do inquérito do CERS e corresponde a aproximadamente 70 % do total dos ativos sob gestão de FMM da UE.

De acordo com os resultados do inquérito do CERS, a quota de investidores de fora da UE em FMM irlandeses é de 70 % (ou 202 mil milhões EUR) do total (ver **Gráfico 7**). No entanto, de acordo com as estatísticas do BCE, que abrangem o conjunto dos FMM, os investidores de fora da área do euro representam 82 % (ou 253 mil milhões EUR). Não é plausível, contudo, que os investidores do Reino Unido e de outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro correspondam a apenas EUR 51 mil milhões (a diferença entre os dois valores), atendendo a que os fundos irlandeses denominados em libras esterlinas representam cerca de 134 mil milhões EUR. Ainda que não esteja disponível um valor exato, pode considerar-se o valor do inquérito do CERS (202 mil milhões EUR) como o limite superior de um intervalo, podendo o limite inferior ser determinado, com base nas estatísticas do BCE, como o total do setor do resto do mundo menos o valor total dos fundos denominados em libras esterlinas (ou seja, 119 mil milhões EUR, ou 253 mil milhões EUR menos 134 mil milhões EUR). Na Irlanda, a quota dos investidores do resto do mundo pode, assim, corresponder a entre 119 mil milhões EUR e 202 mil milhões EUR. De acordo com o inquérito do CERS, estes investem sobretudo em fundos de VPL constante (84 %).

No que se refere ao Luxemburgo, os dados do inquérito do CERS visavam apenas uma cobertura parcial da base de investidores dos FMM, cerca de 74 % do total do investimento financeiro. Segundo estes dados, o resto do mundo (ou seja, os investidores de fora da UE) representa cerca de 79 mil milhões EUR ou 43 % da base de investidores total. O valor equivalente das estatísticas do BCE (que, porém, inclui investidores do Reino Unido) é de 152 mil milhões EUR ou 61 % da base de investidores total. Quando se subtrai os fundos denominados em libras esterlinas localizados no Luxemburgo (equivalentes a cerca de 20 mil milhões EUR), o intervalo entre os dois valores continua a ser bastante elevado (entre 79 mil milhões EUR e 132 mil milhões EUR).

No que respeita aos fundos de VPL constante, só estão disponíveis dados do inquérito do CERS. De acordo com esta fonte, os investidores de fora da UE representam 257 mil milhões EUR ou 62 % da base de investidores total. Contudo, é provável que este valor esteja sobrestimado, devido à incerteza acerca da origem dos investidores.

No geral, segundo os resultados do inquérito do CERS, a procura potencial por parte de investidores de fora da UE ascende, portanto, a 257 mil milhões EUR (ou 25 % do total), sendo possível que seja especificamente atraída pelo VPL constante. Infelizmente, a desagregação geográfica da base de investidores não permite a identificação da categoria de investidores dos Estados Unidos. Se a mudança para um VPL variável desencadear a partida destes investidores, tal pode potencialmente afetar um quarto dos ativos sob gestão de FMM europeus, o que pode também ter impacto no financiamento das IFM. No entanto, dado que os fundos de VPL constante investem maioritariamente fora da UE (ver **Quadro 4**, na Secção III.2), o impacto nas IFM europeias poderá ser mais limitado. Além disso, é provável que a quota de investidores de países não pertencentes à UE esteja muito sobrestimada no inquérito. De acordo com dados da IMMFA, 10 % ou cerca de 40 mil milhões EUR podem ser atribuídos a investidores dos Estados Unidos, pelo que o impacto direto da partida dos mesmos seria bastante reduzido.

b) Disposições transitórias

A mudança obrigatória para um VPL variável requeria disposições transitórias por diversas razões. Em primeiro lugar, a conversão de um VPL constante para um VPL variável pode constituir um desafio em termos operacionais tanto para gestores como para investidores, dado que requeria possivelmente uma reestruturação dos sistemas informáticos e de processamento de operações. Em segundo lugar, poderão verificar-se resgates avultados por parte de investidores que procurem evitar potenciais perdas, caso o VPL constante prevalecente difira do VPL variável «real». Recomenda-se, por conseguinte, um período de transição suficientemente longo para os FMM existentes, durante o qual possa continuar a ser utilizado um VPL constante, a fim de permitir os ajustamentos necessários. Para os atuais fundos de VPL constante, o período de transição poderia ser de, pelo menos, dois anos após a publicação final das regras aplicáveis. Além disso, os FMM devem anunciar com considerável antecedência a mudança para um VPL variável e explicar os seus efeitos cuidadosamente. Deve também prever-se tempo suficiente para os investidores tomarem em consideração eventuais reformas que possam vir a ser implementadas nos FMM dos Estados Unidos e ajudem a mitigar as preocupações quanto a uma atuação antecipada.

c) Requisitos de capital como uma alternativa possível

Fundamentação

Se uma conversão para um VPL variável não for viável, o CEF (novembro de 2012) propõe, em alternativa, a implementação de requisitos que tenham o mesmo efeito que a regulamentação bancária prudencial. Caso a legislação europeia não venha a impor a conversão obrigatória de todos os FMM de VPL constante em FMM de VPL variável, deverão aplicar-se salvaguardas rigorosas, incluindo requisitos de capital, em consonância com a regulamentação bancária.

Os requisitos de capital são analisados a seguir. A fundamentação subjacente à imposição formal de requisitos de capital consiste em que, teoricamente, existem paralelos entre os fundos de VPL constante e os depósitos bancários (os quais estão protegidos pelos requisitos de fundos próprios dos bancos). O objetivo da imposição de requisitos de capital aos fundos de VPL constante é aumentar a sua capacidade de suportarem perdas, passíveis de ocorrer devido ao incumprimento de ativos ou à venda de ativos para satisfazer pedidos de reembolso que ameacem a estabilidade do valor por ação/unidade de participação. Tal pode mitigar o risco sistémico associado a estes fundos, dado que reduziria a vantagem de ser o primeiro a agir e a motivação dos investidores para procederem a resgates em períodos de tensão, desde que esperarem que as perdas sejam inferiores ao amortecedor de capital⁽¹⁾.

Para além dos requisitos de capital, poderá ser exigido aos FMM de VPL constante que solicitem uma licença de exercício de atividade bancária para fins restritos (ver Parlamento Europeu, 2012), a qual asseguraria que os fundos de VPL constante estivessem sujeitos a regulamentação prudencial semelhante à aplicável aos bancos – em especial, no que se refere a capital. Permitiria ainda que, tal como os bancos, os fundos de VPL constante beneficiassem de regimes de garantia de depósitos, bem como da liquidez disponibilizada pelos bancos centrais.

Modelos possíveis

A nível internacional, estão em discussão dois modelos de requisitos de capital possíveis: i) um amortecedor de VPL financiado pelos investidores e ii) requisitos de capital para o gestor. Ambos os modelos são a seguir abordados em maior pormenor.

i) Amortecedor de VPL financiado pelo mercado

A primeira alternativa seria um amortecedor de VPL, no qual o FMM criaria uma reserva de capital ao nível do fundo, mediante a retenção de uma parte do seu rendimento como potencial mecanismo de apoio contra perdas. A legislação poderia estabelecer um amortecedor de VPL mínimo e, uma vez atingido esse mínimo, o fundo deixaria de realizar a retenção. No entanto, este modelo apresenta várias desvantagens (ver IOSCO, outubro de 2012).

⁽¹⁾ Ver, por exemplo, Gordon e Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Uma reserva suficientemente grande levaria tempo a acumular e a constituição de um amortecedor ao longo de um período prolongado seria de utilidade limitada durante o período de transição. Um amortecedor menor poderia ser acumulado mais rapidamente, mas teria uma utilidade limitada, podendo mesmo dar a impressão incorreta de que as perdas dos investidores teriam uma proteção superior à que efetivamente têm, o que poderia aumentar o risco sistémico. No atual contexto de taxas de juro baixas, a constituição de um amortecedor substancial seria também muito difícil de realizar.

A constituição de um amortecedor poderia ainda gerar uma transferência de benefícios, passando estes dos atuais acionistas, que contribuiriam para o estabelecimento do amortecedor, para os futuros acionistas, que poderiam mais tarde vir a beneficiar dele.

Dado que o amortecedor reduzirá diretamente a remuneração que o fundo pode oferecer, os investimentos em FMM podem tornar-se menos atrativos e a procura dos investidores extinguir-se. Os fundos poderão abandonar o mercado para evitar a constituição de amortecedores, reduzindo assim a dimensão do setor e a disponibilização de uma importante fonte de financiamento de curto prazo das IFM.

Por último, visto que os amortecedores seriam assegurados pelos participantes nos fundos, os gestores/patrocinadores não disporiam da respetiva comissão financeira, o que possivelmente reduziria o incentivo a uma gestão prudente dos riscos.

ii) Requisitos de capital aplicáveis aos patrocinadores/à garantia explícita dos patrocinadores

A segunda alternativa seria exigir aos gestores/patrocinadores dos FMM um compromisso explícito de apoio financeiro, o qual é, muitas vezes, implicitamente assumido. Esse compromisso explícito tornaria obrigatório o apoio (atualmente discricionário) a que os FMM recorreram com frequência no passado e forçaria o patrocinador/gestor a internalizar os custos correspondentes. A exigência de um compromisso explícito é razoável porque, como referido na Secção II.2, uma das fontes de risco sistémico associada aos FMM consiste no caráter discricionário do apoio dos patrocinadores.

Poderia ser exigido aos gestores dos FMM – ou, de um modo mais genérico, aos seus patrocinadores – que estabeleçam e financiem uma conta fiduciária (*escrow*) para absorção de perdas dos FMM. Esse capital seria detido fora dos FMM e constituiria um ativo dos patrocinadores/garantes e não um passivo dos FMM. Os investidores contribuiriam indiretamente, por exemplo, através de custos/comissões mais elevados, o que poderia, no entanto, reduzir a procura por parte dos investidores. Em alternativa, o gestor/patrocinador poderia também fornecer uma garantia explícita, sob a condição de ser uma entidade regulamentada sujeita a requisitos de capital de caráter prudencial.

Dimensão

Um amortecedor/requisito de capital deve ser suficientemente elevado para assegurar uma proteção substancial contra perdas e efetivamente reduzir o risco de corridas por parte dos investidores. Caso contrário, se a perceção for de que esse fundo está em risco de sofrer perdas superiores ao seu amortecedor de capital, ou se surgir incerteza quanto à capacidade do garante de prestar apoio a um fundo, os incentivos dos participantes num fundo a corridas continuam a ser idênticos. Em especial nos casos em que seja mantido o modelo de VPL constante, a exigência de capital para a garantia explícita fornecida pelos patrocinadores tem de ser compatível com os requisitos regulamentares em matéria de fundos próprios aplicáveis aos bancos.

O **Squam Lake Group** (2011) sugere que, na definição do amortecedor adequado, se considerem os montantes com que os patrocinadores contribuíram no passado para evitar que o valor das ações/unidades de participação em fundos de VPL constante caísse abaixo do limiar mínimo. Por exemplo, nos dois dias a seguir à falência do Lehman Brothers, em que o Reserve Primary Fund apresentou um preço mínimo por ação/unidade de participação de 97 cêntimos, teria sido necessário um amortecedor de, pelo menos, 0,03 USD por ação/unidade de participação.

O **FSOC** (2012) propõe um amortecedor adaptado ao grau de risco dos ativos dos fundos: i) para numerário, títulos do Tesouro e acordos de recompra envolvendo títulos do Tesouro (operações de reporte com garantias exclusivamente em numerário e títulos de Tesouro), nenhum amortecedor; ii) para outros ativos líquidos diários (ou para ativos líquidos semanais, no caso de fundos isentos de impostos), um amortecedor de 0,75 %; e iii) para todos os outros ativos, um amortecedor de 1,00 %. O amortecedor do VPL deve ser detido para além dos ativos necessários para estabilizar o preço das ações/unidades de participação em fundos de VPL constante. O FSOC refere ainda que, embora os FMM invistam normalmente em títulos de menor risco, a experiência demonstrou que os fundos podem registar perdas superiores ao nível do amortecedor do VPL de 1 % atrás referido. Por conseguinte, o FSOC propõe como alternativa um amortecedor de até 3 % (também dependendo da composição dos ativos). Além disso, as propostas do FSOC incluem igualmente a noção de um «saldo mínimo em risco», que corresponde à parte do valor contabilístico que estaria disponível para reembolsos com atraso.

A **IOSCO** avança como exemplo um mínimo de 50 pontos base para o amortecedor de VPL destinado a cobrir as diferenças entre o valor de mercado e o valor ao par. Contudo, um amortecedor desta dimensão não seria efetivamente equivalente, em termos operacionais, aos requisitos de capital aplicáveis a bancos, conforme solicitado pelo **CEF** (novembro de 2012). Nos termos do **quadro de Basileia III em matéria de fundos próprios**, os bancos estão obrigados a deter capital suficiente com vista a satisfazerem duas condições: um requisito de fundos próprios baseado no risco e um

requisito de alavancagem. Este último requer que, pelo menos, 3 % dos ativos do banco consistam em ações (ver Comité de Basileia de Supervisão Bancária, 2010, parágrafo 153). Assim, a consolidação de ativos dos FMM no balanço do banco de garantia implica um requisito de fundos próprios correspondente a 3 % do VPL dos FMM. Por conseguinte, para um alinhamento com a regulamentação bancária prudencial, o amortecedor de capital a considerar é, em geral, de 3 %, o qual deve ser aplicável independentemente de o compromisso de capital ser fornecido por bancos ou, se permitido, pelo gestor ou um terceiro. É de salientar, porém, que o rácio de alavancagem de 3 % proposto pelo Comité de Basileia de Supervisão Bancária será objeto de execução paralela, no período entre janeiro de 2013 e janeiro de 2017, o que poderá dar origem a novas calibrações do rácio.

Riscos

São vários os riscos associados à alternativa de impor requisitos de capital. Primeiro, os requisitos poderão ter **implicações significativas em matéria de fundos próprios** para os gestores/patrocinadores. Tomando como referência o quadro de Basileia III, poderá ser exigido, pelo menos, 3 % do VPL dos FMM, como referido anteriormente. De acordo com as estimativas disponibilizadas por alguns membros do CERS, para alguns bancos europeus, garantir um amortecedor de capital de 3 % para todos os ativos dos FMM de VPL constante geridos no âmbito de respetivo grupo de bancos pode custar meio ponto percentual dos seus fundos próprios de base (partindo do pressuposto de que esse amortecedor de capital constituiria um ativo contabilístico para o banco patrocinador e seria inteiramente deduzido dos seus fundos próprios).

Além disso, a exigência de um compromisso explícito poderá **aumentar a interligação** do sistema financeiro (em especial com o sistema bancário), particularmente se os patrocinadores mais importantes em termos sistémicos tiverem maior capacidade de financiar o capital. O contra-argumento seria, por seu lado, que em vez de aumentarem a interligação, os requisitos de capital apenas tornariam transparentes as ligações que já existem decorrentes de relações de apoio implícito. Tal ajudaria os investidores, tanto em bancos como em FMM, a compreenderem melhor os riscos em que incorrem. Todavia, o setor dos FMM de VPL constante na Europa já se encontra **significativamente concentrado** (ver Secção III.4). É provável que a aplicação de requisitos de capital aos fundos de VPL constante ou aos seus patrocinadores conduza a uma consolidação do setor, gerando uma maior concentração de riscos.

Outra consequência possível é uma **redução da procura por parte dos investidores**, dada a probabilidade de estes terem de contribuir para os amortecedores/requisitos de capital, pelo menos indiretamente, por via de custos/comissões mais elevados. Em relação ao potencial impacto no financiamento dos bancos, é de referir que os FMM de VPL constante europeus proporcionam financiamento a IFM da UE no valor de cerca de 146 mil milhões EUR.

Embora, por razões de estabilidade e transparência, os compromissos explícitos sejam preferíveis aos implícitos, a conversão de fundos de VPL constante em fundos de VPL variável, em vez da imposição de requisitos de capital explícitos, parece ser a primeira melhor solução. Os amortecedores de capital não são compatíveis com a característica fundamental de um fundo de investimento, que consiste em que os investidores assumam o risco de investimento. Além disso, podem potencialmente **esbater ainda mais a distinção entre fundos de investimento e bancos**.

IV.3 Recomendação B – Requisitos de liquidez

Recomenda-se à **Comissão** que assegure que a legislação da UE relevante:

1. **complementa os atuais requisitos de liquidez aplicáveis aos FMM, impondo limites mínimos explícitos aos montantes de ativos líquidos a deter pelos FMM numa base diária e semanal;**
2. **reforça a responsabilidade dos gestores dos fundos no que respeita ao controlo do risco de liquidez;**
3. **garante que as autoridades de supervisão nacionais e os gestores dos fundos disponham de instrumentos eficazes (como, por exemplo, a suspensão temporária de reembolsos) para lidarem com restrições de liquidez em períodos de tensão, resultantes tanto de desenvolvimentos específicos a nível dos fundos, como da evolução do conjunto do mercado.**

IV.3.1 Fundamentação económica

a) Melhoria da robustez dos FMM

A recomendação B segue as recomendações da IOSCO relativas à gestão da liquidez. Mais especificamente, a recomendação 7 define que os FMM devem deter um montante mínimo de ativos líquidos com vista a reforçarem a sua capacidade de responderem a reembolsos e evitarem vendas a desconto substancial.

No contexto da UE, como atrás explicado (ver Secção I.2), o quadro jurídico em matéria de gestão do risco de liquidez já é forte. Entre outras disposições, um princípio geral definido no artigo 1.º da Diretiva relativa a OICVM estabelece que um OICVM reembolsará as ações/unidades de participação a pedido dos titulares. No caso dos FMM, as orientações do CESR/da ESMA especificam que os FMM devem poder proporcionar liquidez aos investidores numa base diária e devem gerir a liquidez de acordo com esse princípio. As orientações do CESR/da ESMA relativas aos FMM definem igualmente limites em termos de duração média ponderada e de vencimento médio ponderado, o que condiciona a gestão da liquidez e força os gestores dos fundos a deterem ativos líquidos.

No entanto, em contraste com a regulamentação em vigor, em particular nos Estados Unidos, a regulamentação ao nível da UE não define rácios explícitos para os montantes mínimos de ativos líquidos a deter pelos FMM. Neste aspeto, é de referir que o Parlamento Europeu (2012) convidou a Comissão a analisar a ideia de introduzir requisitos de liquidez específicos para os FMM, estabelecendo limites mínimos de liquidez a 24 horas (*overnight*), semanal e mensal ⁽¹⁾.

Os ativos líquidos ajudam os FMM a responder aos pedidos de reembolso dos respetivos participantes e a evitar vendas forçadas de ativos a desconto substancial, evitando também efeitos de contágio para outros fundos que detenham títulos semelhantes. Nessa conformidade, recomenda-se que o quadro regulamentar da UE estabeleça montantes mínimos explícitos para os ativos líquidos a deter numa base diária e semanal. Os principais benefícios consistiriam em:

- a) refletir a importância da detenção de ativos líquidos para permitir aos FMM **satisfazerem pedidos de reembolso potencialmente avultados** por parte dos investidores e resistirem a períodos de volatilidade do mercado: a experiência do verão de 2011, em que os FMM dos Estados Unidos foram capazes de dar resposta a reembolsos significativos, ilustra estes benefícios ⁽²⁾;
- b) proporcionar uma **base harmonizada para as práticas em matéria de liquidez** dos FMM no conjunto da UE e contribuir para um aumento da confiança dos investidores: o código de práticas da IMMFA, bem como as metodologias das agências de notação, definem presentemente diferentes limiares e requisitos em termos de gestão da liquidez (ver **Caixa 1**); em contrapartida, como atrás referido, a regulamentação dos Estados Unidos estabelece limiares específicos para os ativos a deter numa base diária e semanal;
- c) assegurar que os FMM **mantenham uma abordagem prudente na gestão da liquidez ao longo do tempo**: a liquidez dos FMM aumentou na sequência da crise financeira de 2008 e da crescente aversão ao risco, no contexto da crise da dívida soberana na UE e face à elevada volatilidade do mercado. Quando as condições no mercado estabilizarem, existe o risco de os FMM reduzirem novamente o montante de ativos líquidos detidos em carteira e de procurarem instrumentos com prazos mais longos e maior rendibilidade, pondo, possivelmente, em causa a sua situação de liquidez;
- d) considerar a introdução de rácios explícitos como parte integrante de uma gestão prudente do risco de liquidez (em consonância com o definido, por exemplo, no artigo 51.º da Diretiva relativa a OICVM), continuando a ser da total responsabilidade da sociedade gestora gerir a respetiva liquidez.

Caixa 1

Diferentes abordagens em termos de amortecedores de liquidez

IMMFA – Os fundos que integram a IMMFA têm de manter, no mínimo, 10 % dos ativos líquidos em investimentos com vencimento no dia útil seguinte e, pelo menos, 20 % dos ativos líquidos em investimentos com um prazo de vencimento de cinco dias úteis. Para o efeito, os membros da IMMFA podem determinar o tratamento a dar a qualquer dívida soberana ao terem em conta a liquidez de cada investimento em vez do seu prazo de vencimento final.

Fitch – A liquidez diária é definida como consistindo em numerário detido junto de uma entidade de custódia com uma notação de, pelo menos, «A» e/ou «F1» ou equivalente; acordos de recompra com prazo até 24 horas (*overnight*); ações/unidades de participação em FMM com uma notação da Fitch de «AAAmmf» ou equivalente; títulos que vencem no prazo de um dia útil ou que foram emitidos por uma entidade com a devida notação e são executáveis pelo titular e reembolsáveis no prazo de um dia útil; e obrigações diretas emitidas por países com uma notação elevada que beneficiam de uma liquidez de mercado forte, desde que essas obrigações sejam emitidas na moeda base da carteira com prazos residuais até 397 dias. A liquidez semanal é definida como consistindo em todos os instrumentos referidos mais títulos que vencem no prazo de cinco dias úteis ou que foram emitidos por uma entidade com a devida notação e são executáveis pelo titular e reembolsáveis ao fundo no prazo de cinco dias úteis e títulos emitidos por agências governamentais ou supranacionais com notação elevada que beneficiam de uma liquidez de mercado forte e com prazos residuais até 95 dias.

Moody's – Na avaliação da liquidez, a Moody's considera tanto a estrutura de prazos como a qualidade dos ativos, bem como a exposição ao risco de resgates avultados imprevistos. Avalia também em que medida um fundo é investido em títulos líquidos e a maturidade dos mesmos, nomeadamente títulos de dívida pública com notação de «Aaa», bem como outros ativos líquidos, tais como títulos com prazos inferiores a sete dias.

SEC – Os FMM dos Estados Unidos têm de deter numa base *overnight*, pelo menos, 10 % dos seus ativos em numerário e 30 % em ativos que vencem no prazo de uma semana. Os ativos líquidos diários são definidos como numerário,

⁽¹⁾ O Parlamento Europeu (2012) convidou igualmente a Comissão a cobrar taxas de liquidez quando é atingido um determinado limiar, o que implica também a obrigação de informar diretamente a autoridade de supervisão competente e a ESMA.

⁽²⁾ De acordo com o FSOC (2012), no período de oito semanas findo em 3 de agosto de 2011, os fundos «prime» institucionais registaram saídas no valor de 179 mil milhões USD (16 % dos ativos).

títulos do Tesouro dos Estados Unidos e títulos convertíveis em numerário no prazo de um dia útil. Os ativos líquidos semanais compreendem numerário, títulos do Tesouro dos Estados Unidos, títulos a desconto de agências governamentais (*agency discount notes*) com prazos residuais até 60 dias e títulos convertíveis em numerário (quer por reembolso quer por uma opção de venda) no prazo de cinco dias úteis.

Nota: A presente caixa consiste apenas em breves resumos. Para mais informação, consultar a regulamentação e as metodologias em causa.

Para definir a dimensão e composição dos amortecedores de ativos líquidos, devem ser considerados os elementos a seguir expostos.

- a) Existe um **compromisso** entre a dimensão dos amortecedores a impor e o tipo de ativos a considerar elegíveis, como ilustrado pelas distintas metodologias atualmente aplicadas na Europa e pelos diferentes valores reportados pelos FMM em relação às suas detenções de ativos líquidos. De facto, quanto maior for o amortecedor exigido, mais difícil será cumprir o requisito com ativos de elevada qualidade;
- b) É necessário definir **ativos líquidos diários e semanais**. Os ativos líquidos diários são importantes porque os pedidos de reembolso podem ocorrer num curto período de tempo ⁽¹⁾. Os ativos líquidos semanais contribuem igualmente para aumentar a robustez dos fundos e a capacidade dos mesmos de gerirem reembolsos avultados, aumentando ao mesmo tempo o rol de ativos elegíveis;
- c) Com vista a reduzir a dependência, por parte dos fundos, da liquidez disponibilizada nos mercados secundários, a definição de ativos líquidos (excluindo numerário) deve ter em conta, acima de tudo, o **prazo residual**. Nessa medida, os instrumentos definidos como ativos líquidos diários ou semanais devem ter um prazo residual de, respetivamente, um e cinco dias úteis. A vantagem desta abordagem baseada no prazo residual é evitar a formulação de hipóteses sobre a liquidez de mercado de certos instrumentos, dado que, em situações de tensão nos mercados, ativos líquidos podem tornar-se ilíquidos. Esta definição difere da seguida nos Estados Unidos, a qual inclui títulos do Tesouro e de agências governamentais, refletindo as especificidades do mercado dos Estados Unidos e a dimensão do mercado da dívida pública do país;
- d) Ao serem definidos os amortecedores, é necessário considerar os riscos associados a **possíveis prazos opcionais dos ativos**. Essas opções podem ter por base diferentes parâmetros, incluindo elementos com exposição ao risco de contraparte tais como opções de «put»/venda (por exemplo, obrigações com opção de venda), de cancelamento (por exemplo opções passíveis de cancelamento) e de «call»/reembolso (por exemplo, acordos de recompra resgatáveis). Tais elementos podem gerar efeitos de contágio e enfraquecer a posição de liquidez geral dos fundos, particularmente em mercados sob pressão;
- e) Devem também ser tomados em consideração **outros efeitos de interligação**, nomeadamente com o setor bancário, que podem ter impacto na disponibilidade de ativos elegíveis como amortecedores de liquidez.

b) Reforço da gestão do risco de liquidez

Os limiares a definir devem ser considerados como «limites mínimos». Nessa conformidade, os gestores dos fundos devem ajustar as detenções de ativos líquidos em função do perfil e da base de investidores (tipos de investidor, padrões de resgate, concentração da base de investidores, etc.), assim como das condições do mercado.

Como parte de uma abordagem à gestão da liquidez assente em «melhores práticas» e robusta, os gestores dos fundos devem desenvolver e efetuar regularmente testes de esforço, baseados em múltiplos cenários adversos (tanto específicos aos fundos como a nível do conjunto do mercado) passíveis de ter impacto no perfil de liquidez dos respetivos fundos, em consonância com a recomendação 8 da IOSCO. Os FMM devem também instituir planos de contingência para fazerem face a tais períodos de tensão.

Como indicado na recomendação 6 da IOSCO, uma importante área a considerar diz respeito aos participantes nos fundos. Tal é sobretudo relevante no contexto da UE, no qual os investidores institucionais, cuja probabilidade de corridas é geralmente mais elevada, representam a maior parte da base de investidores. Como atrás pormenorizado (ver Secção III.3), o inquérito do CERS revela a relativa incerteza quanto à base de investidores dos fundos. A evidência pontual tende também a apontar para o papel cada vez maior das plataformas eletrónicas de investimento na Europa, o que torna mais difícil para os gestores dos fundos «conhecerem os seus acionistas». É necessário avaliar as implicações desta tendência. Além disso, poderia ser exigido aos FMM a obtenção de informação sobre os seus beneficiários efetivos, como previsto nas recomendações propostas pelo FSOC relativamente aos FMM dos Estados Unidos ⁽²⁾.

⁽¹⁾ No caso do Reserve Primary Fund, os investidores solicitaram o reembolso de 40 mil milhões USD num período de dois dias, tendo sido resgatado um total de 15 % dos ativos dos fundos «prime» no espaço de uma semana.

⁽²⁾ A proposta de recomendações publicada em novembro de 2012 considera a implementação de requisitos adicionais em termos de «conhecimento do respetivo investidor».

c) Gestão da liquidez em períodos de tensão

Mesmo que os gestores dos fundos tenham uma abordagem prudente à gestão do risco de liquidez, poderá haver casos em que os FMM sejam confrontados com condições de extrema tensão no mercado e/ou pedidos de reembolso avultados decorrentes tanto de desenvolvimentos específicos aos fundos como a nível do conjunto do mercado. Para o efeito, a recomendação 9 da IOSCO refere que os FMM devem dispor dos instrumentos para lidarem com condições de mercado excecionais e com pressões de reembolso substanciais. Esses instrumentos atenuariam as pressões de reembolso e evitariam assim corridas ou outro tipo de «comportamento de rebanho» por parte dos investidores de um determinado fundo ou grupo de fundos. A IOSCO regista também que, para evitar efeitos de contágio, as jurisdições poderão igualmente considerar proporcionar às autoridades de regulamentação os poderes necessários para exigirem a utilização de tais instrumentos, nos casos em que as circunstâncias excecionais enfrentadas por um ou mais FMM possam ter implicações para o sistema financeiro em geral.

No quadro regulamentar da UE, tanto a Diretiva relativa a OICVM como a Diretiva relativa a GFIA preveem a suspensão temporária.

- O artigo 45.º, n.º 2, da **Diretiva relativa a OICVM** indica que os Estados-Membros podem possibilitar às autoridades competentes que exijam ou permitam a suspensão provisória da subscrição, do resgate ou reembolso das ações/unidades de participação, desde que a proteção dos participantes ou do público justifique tal suspensão. De acordo com o artigo 84.º, n.º 2, um fundo pode suspender temporariamente o resgate ou o reembolso das suas ações/unidades de participação em casos excecionais, quando as circunstâncias o exigirem e se a suspensão for justificada no interesse dos participantes.
- O artigo 46.º, n.º 2, da **Diretiva relativa a GFIA** determina que as autoridades competentes terão o poder de exigir, no interesse dos detentores de ações/unidades de participação ou do público, a suspensão da emissão, resgate e reembolso de ações/unidades de participação. No entanto, a diretiva não contempla uma disposição específica ao nível dos fundos. O artigo 23.º, n.º 1, alínea h), exige a divulgação da gestão dos riscos de liquidez dos fundos de investimento alternativos, incluindo direitos de reembolso em circunstâncias normais e excecionais.

Este quadro é diferente da regulamentação em vigor nos Estados Unidos, onde os fundos têm de ser liquidados após uma suspensão⁽¹⁾. A suspensão temporária é provavelmente a resposta mais apropriada em circunstâncias excecionais, nas quais os fundos têm de fazer face a pressões de reembolso significativas. O quadro da UE deve, por conseguinte, ser alterado, a fim de alargar a possibilidade de suspensão temporária de pedidos de reembolso a todos os fundos (OICVM e não OICVM), como atualmente disposto na Diretiva relativa a OICVM⁽²⁾. À luz do já previsto para OICVM e fundos que não sejam OICVM na legislação da UE, a suspensão temporária de reembolsos pode também ser exigida pelas autoridades competentes no interesse dos titulares das ações/unidades de participação e do público, o que está em consonância com as recomendações da IOSCO.

Para além da suspensão temporária, poderia ser considerada a introdução de instrumentos extraordinários adicionais de gestão da liquidez para os FMM. As condições e circunstâncias em que estes instrumentos poderiam ser utilizados devem ser claramente definidas e os seus benefícios para a estabilidade financeira avaliados. Em particular, como contemplado nas recomendações da IOSCO, o mérito do estabelecimento de restrições (através das quais os fundos limitem os montantes de reembolso a uma proporção específica por dia) deve ser objeto de uma avaliação mais aprofundada.

Em conformidade com as recomendações da IOSCO, deve ser obrigatório informar os investidores sobre os procedimentos aplicáveis em situações de tensão. Os fundos devem, em especial, assegurar que os seus investidores têm conhecimento das circunstâncias em que estes procedimentos (suspensão de reembolso ou outros) podem ser acionados. Contudo, os pormenores e condições da sua aplicação não devem ser divulgados, a fim de evitar a designada «vantagem de ser o primeiro a agir» e a possibilidade de corridas de caráter preventivo. A divulgação pública de informação sobre os procedimentos aplicáveis em períodos de tensão é abordada na recomendação C, n.º 3, adiante especificada.

IV.3.2 Avaliação

No que respeita à introdução de requisitos específicos em termos de ativos líquidos, a consulta conduzida pela IOSCO na primavera de 2012 confirmou o apoio geral dos inquiridos à introdução de amortecedores de liquidez para os FMM. Os inquiridos destacaram, em particular, os benefícios das novas disposições introduzidas nos Estados Unidos pela regra 2a-7 com vista a aumentar a robustez dos fundos. No contexto da UE, os inquiridos europeus referiram a não existência na Europa de um quadro harmonizado para a gestão da liquidez, contrariamente ao que acontece nos Estados Unidos, e, em geral, mostraram-se a favor de uma iniciativa nesse sentido por parte das autoridades de regulamentação.

A fim de avaliar o potencial impacto da introdução de novos requisitos quantitativos em termos de gestão da liquidez, é necessário examinar a composição atual das carteiras dos fundos, visto que os amortecedores podem aumentar a tendência para financiamento de menor prazo e obrigar os gestores dos fundos a alterar a afetação de ativos. O inquérito do CERS revela que os FMM europeus já detêm uma porção significativa das suas carteiras em ativos com vencimento no prazo de um dia e de uma semana, como ilustrado no quadro 6, Secção III.2, e no gráfico 6. A proporção destes ativos

⁽¹⁾ De acordo com a nova regra 22e-3 adotada pela SEC em 2010, o conselho de administração de um FMM pode, após devida notificação da SEC, suspender os reembolsos e liquidar o fundo, caso se verifique, ou haja o perigo de vir a verificar-se, uma queda para valores inferiores ao limiar mínimo.

⁽²⁾ Ver a Secção 5 do documento de consulta, de 26 de julho de 2012, da Comissão Europeia, intitulado «Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments», que incide sobre instrumentos excecionais de gestão da liquidez.

líquidos é mais elevada no caso dos fundos de VPL constante (respetivamente, 26 % e 11 % dos seus ativos, em junho de 2012), que também detêm uma percentagem relativamente mais elevada de ativos em numerário (próximo de 7 %, em junho de 2012). Outros FMM europeus, que não são de VPL constante, já detêm uma porção relativamente significativa dos seus ativos em ativos líquidos diários e semanais (cerca de 17 % e 5 %, no caso dos fundos de VPL variável de curto prazo, e 12 % e 3 %, no caso de outros fundos de VPL variável).

O conjunto de dados do inquérito do CERS apresenta algumas limitações, dado que o inquérito não abrange todos os FMM e os valores foram fornecidos numa base agregada, sendo possível que existam algumas diferenças entre fundos. Além disso, o inquérito fornece um panorama da situação num momento em que a aversão ao risco era elevada. Todavia, os resultados do inquérito são coerentes com outras observações das autoridades de supervisão e das agências de notação, bem como com informações sobre a gestão da liquidez fornecidas por gestores de ativos.

IV.4 Recomendação C – Divulgação pública

Recomenda-se à Comissão que assegure que a legislação da UE relevante:

1. **requer que os FMM divulguem, também nos materiais de marketing, informação específica que chame a atenção dos investidores para a inexistência de uma garantia de capital e para a possibilidade de perdas;**
2. **exige que os FMM refiram na informação pública o possível apoio dos patrocinadores e a capacidade de apoio ou proteção dos mesmos, apenas se esse apoio ou proteção constituir um compromisso firme por parte dos patrocinadores, sendo nesse caso necessário que tal seja reconhecido nas contas e requisitos prudenciais dos patrocinadores;**
3. **impõe que os FMM informem sobre as suas práticas de valorização, em particular no que respeita à utilização da mensuração ao custo amortizado, e que forneçam informação apropriada aos investidores sobre os procedimentos de reembolso aplicáveis em períodos de tensão.**

IV.4.1 Fundamentação económica

A perceção geral é de que os FMM são investimentos «seguros» de risco muito reduzido, o que pode contribuir para o risco de corridas por parte dos investidores, caso o fundo não cumpra essas expectativas. A divulgação pública de informação adicional visa assegurar que os investidores conheçam devidamente as características dos FMM como produtos de investimento, reduzindo assim esse risco. Este requisito de divulgação de informação está inteiramente em consonância com as recomendações 13 e 14 da IOSCO, embora vá um pouco mais longe, ao exigir que qualquer referência pública ao apoio dos patrocinadores, ou à capacidade de semelhante apoio, seja apenas permitida se constituir um compromisso firme por parte dos patrocinadores.

Como descrito na Secção II.2, o pressuposto apoio implícito e discricionário dos patrocinadores contribui para a instabilidade do sistema. As carteiras dos fundos e a política de reembolso devem, portanto, ser estruturadas de forma a que esse apoio não seja esperado. Caso contrário, a intenção de recorrer a apoio deve ser explícita, totalmente internalizada pela entidade que presta o apoio e estar sujeita a requisitos regulamentares em matéria de capital, como exposto na recomendação A.

A documentação dos produtos deve explicar aos investidores os procedimentos em vigor para a valorização dos instrumentos, incluindo informação sobre a mensuração ao custo amortizado, os pressupostos subjacentes a esse método de valorização e os riscos associados. Além disso, os investidores devem ter conhecimento dos procedimentos passíveis de ser utilizados em períodos de grande tensão no mercado ou de fortes pressões de reembolso e que podem ter impacto nas possibilidades de reembolso (ver também a recomendação b, n.º 3). A referida informação sobre as características do produto deve permitir aos investidores tomarem decisões de investimento devidamente informadas e reduzir a seleção adversa.

IV.4.2 Avaliação

A disponibilização de informação adequada sobre as características dos FMM reduziria o risco de seleção adversa e de corridas por parte dos investidores e, por conseguinte, o risco sistémico. Do ponto de vista da proteção do investidor, é também essencial para a tomada de decisões devidamente informadas. Numa base agregada, os FMM europeus servem sobretudo investidores institucionais, os quais muito provavelmente já conhecem os riscos associados aos FMM. Esse conhecimento é possivelmente muito menor entre os investidores de retalho (particulares), os quais constituem a grande maioria da base de investidores dos FMM em alguns Estados-Membros. Estes investidores seriam, por conseguinte, os principais beneficiários de uma divulgação de informação melhorada. Informação adequada ajudaria, em particular, os investidores de retalho a entenderem que os FMM não estão isentos de risco. Melhor informados, alguns investidores poderão preferir instrumentos alternativos de gestão de numerário a FMM. No caso dos investidores de retalho, é muito provável que a alternativa seja o depósito bancário tradicional e não o investimento em outra entidade do sistema bancário paralelo. Por último, a exigência de que, na divulgação pública de informação, seja apenas referido o apoio dos patrocinadores que constitua um compromisso firme por parte dos mesmos aumentará a transparência em termos da interligação do sistema financeiro, reduzindo o risco sistémico associado à dependência de um apoio implícito e discricionário dos patrocinadores.

Algumas das exigências da presente recomendação em matéria de divulgação de informação são já contempladas na legislação da UE (por exemplo, na Diretiva relativa a OICVM ou nas orientações de 2010 do CESR/da ESMA), mas partes dessa divulgação ou da documentação poderão ter de ser revistas, o que resultaria em custos de observância adicionais para os FMM. Não se preveem custos significativos para as autoridades de supervisão nacionais.

IV.5 Recomendação D – Prestação e partilha de informação

1. **Recomenda-se à Comissão que assegure que a legislação da UE relevante:**
 - a) **exige que os casos de apoio dos patrocinadores passíveis de ter impacto no preço das unidades dos FMM sejam reportados pelos FMM, ou respetivos gestores, e pelos patrocinadores, às autoridades de supervisão nacionais competentes, juntamente com uma descrição pormenorizada do caráter e dimensão do apoio;**
 - b) **melhora a prestação regular de informação por parte dos FMM;**
 - c) **garante que, sempre que relevante, as autoridades de supervisão nacionais competentes partilhem a informação referida nas alíneas a) e b) com outras autoridades de supervisão do mesmo Estado-Membro ou de outros Estados-Membros, bem como com as Autoridades Europeias de Supervisão, o Sistema Europeu de Bancos Centrais e o CERS.**
2. **Recomenda-se à Comissão que promova o desenvolvimento de um reporte de informação harmonizado e de um conjunto de dados harmonizado, como referido no n.º 1, alínea b), assim como a organização da partilha de informação, como mencionado no n.º 1, alínea c).**

IV.5.1 Fundamentação económica

Embora os FMM de VPL variável não sejam obrigados a manter o valor ao par e a pressão no sentido de apoio dos patrocinadores não seja igual à dos fundos de VPL constante, presumivelmente também tiveram de fazer face a restrições de liquidez e foram confrontados com a iliquidez do mercado durante a crise. Assim, poderão também ter dependido do apoio dos respetivos gestores ou instituições-mãe. Contudo, de momento, não se encontra disponível na UE informação concreta sobre casos de tal apoio, quer a fundos de VPL constante quer de VPL variável, em particular porque este pode assumir muitas feições e, por conseguinte, não é necessariamente apresentado de forma clara no balanço e na demonstração de resultados da entidade que presta o apoio. O inquérito do CERS incluía uma pergunta sobre o apoio dos patrocinadores, mas os inquiridos apenas forneceram indicações genéricas como «trading» ou «no measure». Em termos gerais, o requisito de utilização de um VPL variável, juntamente com a exigência de uma não dependência de apoio implícito, não exclui tal apoio em condições de mercado extremas no futuro.

Com vista a permitir às autoridades competentes controlarem os riscos associados a tal apoio, eventuais casos futuros de apoio direto ou indireto dos patrocinadores, independentemente do tipo de apoio (incluindo aquisições de títulos de carteiras sob pressão), devem ser reportados pelos FMM ou respetivos gestores às autoridades nacionais competentes. Dado que esse apoio pode aumentar a interligação do sistema financeiro e, desse modo, comportar riscos sistémicos, a informação deve ser igualmente partilhada com outras autoridades relevantes (nacionais, estrangeiras ou da UE).

Tendo em conta a experiência adquirida com as estatísticas relativas a FMM já existentes e a recolha de informação *ad hoc*, os dados regulares coligidos sobre o setor dos FMM europeus poderiam certamente ser melhorados. Os FMM são muito importantes para o bom funcionamento dos mercados monetários na Europa. As autoridades de regulamentação nacionais e da UE devem, por conseguinte, ter acesso a dados pormenorizados, a fim de identificarem tendências numa fase inicial. Nos casos em que os bancos centrais nacionais já estão a compilar informação sobre os FMM, deve ser considerada a partilha desses dados com as autoridades de supervisão nacionais para fins prudenciais.

O reporte regular deve incluir pelo menos uma desagregação suficientemente pormenorizada dos ativos e responsabilidades dos FMM, com vista a permitir às autoridades competentes acompanharem a posição de liquidez dos FMM e a natureza e qualidade dos ativos subjacentes. Além disso, se for ainda utilizada a mensuração ao custo amortizado, as autoridades de regulamentação devem ter acesso a informação regular sobre o grau de utilização deste método de valorização contabilística e em que casos específicos. Se continuar a ser utilizado o modelo de VPL constante, o reporte regular deve também conter informação detalhada sobre fundos de VPL constante, incluindo dados sobre o respetivo preço paralelo.

Informação mais pormenorizada permitiria às autoridades competentes entender melhor a evolução do setor dos FMM e identificar as fontes de risco. De uma perspetiva macroprudencial, esta informação mais detalhada precisaria de ser disponibilizada tanto ao nível do setor dos FMM em termos agregados, como ao nível específico de cada FMM.

IV.5.2 Avaliação

Para identificar a acumulação de riscos e as ligações dos FMM a outras entidades do sistema financeiro, é necessário um acompanhamento atento da composição dos ativos e investidores dos FMM, assim como da sua situação de liquidez, práticas de valorização e eventual dependência do apoio dos patrocinadores. Esse acompanhamento constitui um pré-requisito para a tomada de medidas preventivas destinadas a combater o potencial risco sistémico. A exigência de um reporte regular dos preços paralelos aumentará a sensibilização dos gestores dos FMM para o facto de as autoridades de supervisão nacionais estarem a acompanhar a questão, o que se espera tenha um efeito disciplinador no que respeita a possíveis desvios do preço paralelo em relação ao VPL e à dependência do apoio dos patrocinadores.

As desvantagens associadas a uma prestação de informação melhorada são os custos relacionados com os processos a implementar pelas empresas gestoras dos fundos e pelas autoridades de supervisão prudencial. Eventual trabalho sobre a melhoria da prestação de informação pelos FMM deve, por conseguinte, tomar em consideração os requisitos já aplicáveis

aos FMM e ter em devida conta o princípio da proporcionalidade, a fim de reduzir os custos associados. Mais especificamente, os dados coligidos pelo BCE relativos ao balanço do setor das IFM (do qual os FMM fazem parte) já incluem informação pormenorizada sobre os ativos e responsabilidades dos FMM (ver Regulamento BCE/2008/32). Todavia, como o reporte destes dados foi concebido para fins de política monetária, é possível que não satisfaça integralmente as necessidades de prestação de informação para efeitos de estabilidade financeira.

IV.6 Seguimento

IV.6.1 Prazos

Solicita-se à Comissão que informe o CERS e o Conselho da União Europeia sobre as medidas tomadas em resposta às recomendações, ou que justifique adequadamente a eventual não atuação, em conformidade com os seguintes prazos:

- **até 30 de junho de 2013**, a Comissão deve apresentar ao CERS um relatório intercalar com uma primeira avaliação dos resultados da primeira fase de implementação das recomendações,
- **até 30 de junho de 2014**, a Comissão deve apresentar ao CERS e ao Conselho da UE um relatório final sobre a segunda fase de implementação das recomendações.

IV.6.2 Critérios de observância

Para as **recomendações A a D**, foram definidos os critérios de observância geral que se seguem.

- As recomendações visam também uma implementação adequada e coerente, na Europa, das recomendações pertinentes da IOSCO relativas aos FMM.
- A Comissão Europeia poderá procurar o parecer das Autoridades Europeias de Supervisão – em particular da ESMA – no que toca à implementação das recomendações do CERS e, para assegurar a sua aplicação harmonizada, pode solicitar o desenvolvimento das normas técnicas, orientações e recomendações necessárias (incluindo modelos de reporte e divulgação, tomando em devida consideração os requisitos de prestação e divulgação de informação vigentes).
- As recomendações do CERS incidem sobre organismos de investimento coletivo localizados na UE oferecidos/vendidos aos investidores como instrumentos que procuram manter o capital, proporcionam liquidez diária e têm objetivos de remuneração em linha com as taxas do mercado monetário. Abordam, em especial, fundos classificados ou comercializados como FMM ou comercializados como tendo características de FMM (ou seja, que visam a manutenção do valor do capital e oferecem reembolsos diários e uma remuneração às taxas do mercado monetário) ou fundos comercializados de forma a dar essa impressão (por exemplo, vendidos como fundos em numerário, fundos líquidos ou de liquidez, ou fundos de curto prazo).

Relativamente à **recomendação A**, foram definidos os critérios de observância que se seguem.

- Deve ser exigido aos FMM que utilizem apenas o modelo de VPL variável. Impõe-se, em particular, que seja proibido o arredondamento dos preços das ações/unidades de participação para a unidade mais próxima. Uma mudança obrigatória para um modelo de VPL variável requeria disposições temporárias. Recomenda-se, portanto, um período de transição suficientemente longo para os atuais FMM, durante o qual o VPL constante poderá ser mantido, a fim de permitir os ajustamentos necessários. O período transitório dos atuais fundos de VPL constante poderia ser de, pelo menos, dois anos após a publicação final das regras aplicáveis. Além disso, a mudança para fundos de VPL variável deve ser cuidadosamente anunciada, muito antes da implementação do requisito, devendo os FMM informar sobre o impacto da mudança.
- A recomendação A não envolve uma proibição total da mensuração ao custo amortizado. Contudo, este método de valorização apenas deve ser permitido nos casos em que se considere que permite uma aproximação ao preço do instrumento adequada.
- Se a mensuração ao custo amortizado continuar a ser utilizada, é necessário estabelecer restrições no que respeita ao prazo residual do instrumento em causa, a fim de reduzir o risco de discrepâncias entre o preço e o custo amortizado. Na definição das restrições, deve tomar-se em devida consideração o perfil de prazos dos ativos dos FMM localizados na UE.

Em relação à **recomendação B**, foram definidos os critérios de observância que se seguem.

- Para definir a dimensão e composição dos amortecedores de ativos líquidos mínimos, devem ser considerados os elementos seguintes:
 - a) o compromisso entre a dimensão dos amortecedores a impor e o tipo de ativos a considerar elegíveis;
 - b) o facto de ser necessário definir montantes mínimos de ativos líquidos diários e semanais;
 - c) com vista a reduzir a dependência dos FMM da liquidez disponibilizada nos mercados secundários, a definição de ativos líquidos (excluindo numerário) deve ter em conta, acima de tudo, o prazo residual. Nessa medida, os instrumentos definidos como ativos líquidos diários e semanais devem ter um prazo residual de, respetivamente, um e cinco dias úteis;

- d) na definição dos amortecedores, é preciso considerar os riscos associados a possíveis prazos opcionais dos ativos. Essas opções podem ter por base diferentes parâmetros, incluindo elementos com exposição ao risco de contraparte tais como opções de «put»/venda (por exemplo, obrigações com opção de venda), de cancelamento (por exemplo, opções passíveis de cancelamento) e de «call»/reembolso (por exemplo, acordos de recompra resgatáveis);
 - e) outros efeitos de interligação, nomeadamente com o setor bancário, passíveis de ter impacto na disponibilidade de ativos elegíveis como amortecedores de liquidez.
- Deve ser exigido aos FMM que ajustem as detenções mínimas de amortecedores de ativos líquidos em função do seu perfil de risco e da base de investidores.
 - Os FMM devem proceder regularmente a testes de esforço, baseados em múltiplos cenários adversos (tanto específicos aos fundos como a nível do conjunto do mercado) que podem ter impacto no respetivo perfil de liquidez.
 - Os FMM devem também instituir planos de contingência para fazerem face a tais períodos de tensão.
 - Além disso, precisam de dispor dos instrumentos necessários para lidarem com pedidos de reembolso excecionais da parte dos investidores.

Relativamente à **recomendação C**, foram definidos os critérios de observância que se seguem.

- A informação sobre os produtos dos FMM deve chamar a atenção dos investidores para a inexistência de uma garantia de capital, ou para as limitações à mesma, e para a possibilidade de perdas.
- Deve, além disso, explicar aos investidores os procedimentos em vigor para a valorização dos instrumentos, incluindo dados sobre a mensuração ao custo amortizado, os pressupostos subjacentes a esse método de valorização e os riscos associados.
- A referência, na informação pública disponibilizada pelos FMM, ao possível apoio dos patrocinadores e à capacidade de apoio ou proteção dos mesmos apenas deve ser permitida se esse apoio ou proteção constituir um compromisso firme por parte dos patrocinadores, sendo nesse caso necessário que tal seja reconhecido nas contas e requisitos prudenciais dos patrocinadores.
- Os investidores devem ser informados sobre os procedimentos passíveis de ser utilizados em períodos de grande tensão no mercado ou de fortes pressões de resgate e que podem ter impacto nas possibilidades de reembolso dos investidores.

No que respeita à **recomendação D**, foram definidos os critérios de observância que se seguem.

- Eventuais casos de apoio dos patrocinadores passíveis de ter impacto no preço das ações/unidades de participação dos FMM devem ser reportados pelos FMM (ou respetivos gestores) e pelos patrocinadores às autoridades nacionais competentes, juntamente com uma descrição do teor e dimensão do apoio.
- O reporte regular dos FMM às autoridades de supervisão ou bancos centrais deve incluir, pelo menos, uma desagregação suficientemente pormenorizada dos ativos e responsabilidades dos FMM, com vista a permitir às autoridades competentes acompanharem a posição de liquidez dos FMM e a natureza e qualidade dos ativos subjacentes.
- Se os FMM continuarem a utilizar o modelo de VPL constante, o reporte regular também precisa de incluir informação detalhada separada sobre os fundos de VPL constante, incluindo dados sobre o respetivo preço paralelo.
- Caso os FMM ainda utilizem a mensuração ao custo amortizado, as autoridades de regulamentação devem ter acesso a informação regular sobre o grau de utilização deste método de valorização contabilística e em que casos específicos.
- Devem ser tomadas medidas para promover o desenvolvimento de um reporte de informação harmonizado e de um conjunto de dados harmonizado sobre os FMM e que possam também serem utilizados para fins macroprudenciais, abrangendo os pontos referidos. É necessário que tais medidas tenham em consideração os requisitos de prestação de informação a que os FMM já estão sujeitos, tais como os dados relativos a balanços reportados pelas instituições financeiras monetárias (BCE/2008/32).
- É preciso assegurar que não existem impedimentos à partilha da informação referida entre autoridades de supervisão prudencial e bancos centrais, a nível nacional, transfronteiras ou da UE.

IV.6.3 Comunicação sobre o seguimento

O **relatório intercalar a apresentar até 30 de junho de 2013** deve, no mínimo, conter:

- a) informação sobre as iniciativas legislativas iniciadas e previstas pela Comissão Europeia em resposta às recomendações;
- b) dados sobre as medidas tomadas pela Comissão em relação às Autoridades Europeias de Supervisão em resposta às recomendações;
- c) um calendário indicativo da entrada em vigor das medidas já propostas pela Comissão ou que esta planeia propor em resposta às recomendações;

d) uma avaliação do impacto cumulativo das medidas já propostas pela Comissão ou que esta planeia propor em resposta às recomendações;

e) uma justificação detalhada de eventual não atuação ou afastamento das recomendações.

O **relatório final a apresentar até 30 de junho de 2014** deve, no mínimo, conter:

a) informação sobre a situação atual do processo legislativo na sequência das iniciativas legislativas iniciadas pela Comissão Europeia em resposta às recomendações;

b) dados sobre a situação atual das medidas tomadas pela Comissão em relação aos Autoridades Europeias de Supervisão em resposta às recomendações;

c) um calendário indicativo da entrada em vigor das medidas propostas pela Comissão em resposta às recomendações;

d) uma avaliação do impacto cumulativo das medidas propostas pela Comissão em resposta às recomendações;

e) uma justificação detalhada de eventual não atuação ou afastamento das recomendações.

BIBLIOGRAFIA

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. e Ward, G., «*Money market funds in Europe and financial stability*», Documento Ocasional do CERS, n.º 1, junho de 2012.
- Baba, N., McCauley, R.N. e Ramaswamy, S., «*US dollar money market funds and non-US banks*», BIS Quarterly Review, março de 2009, pp. 65-81.
- Brady, S. A., «*The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*», Federal Reserve Bank of Boston Working Paper, RPA 12-3, 13 de agosto de 2012.
- CEF, *Shadow banking: scoping the issues*, 12 de abril de 2011.
- CEF, *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Documento de Consulta, 18 de novembro de 2012.
- CESR, *CESR's Guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, março de 2007.
- CESR, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 de maio de 2010.
- Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu, *Relatório sobre o sistema bancário paralelo*, 25 de outubro de 2012.
- Comissão Europeia, *Livro Verde sobre o Sistema Bancário Paralelo*, 19 de março de 2012.
- Comissão Europeia, *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, Documento de Consulta, 26 de julho de 2012.
- Comité de Basileia de Supervisão Bancária, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, dezembro de 2010 (edição revista, junho de 2011).
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. e Willen, P., «*How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility*», Journal of Finance (a publicar em breve).
- ESMA, *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 de julho de 2012.
- ESMA, *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20 de fevereiro de 2012.
- FitchRatings, *European money market funds: trends in MMF portfolios*, novembro de 2012.
- FSOC, *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, novembro de 2012.
- Gordon, J.N. e Gandia, C.M., «*Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*», Columbia Law and Economics Working Paper, n.º 426, 23 de setembro de 2012.
- Gorton, G. e Metrick, A., «*Regulating the shadow banking system*», Brookings Papers on Economic Activity, outono de 2010.
- Grupo de Trabalho do Presidente dos Estados Unidos sobre os mercados financeiros, *Money market fund reform options*, outubro de 2010.
- IMMFA, *A comparison of money market fund ratings*, 19 de junho de 2012.
- IMMFA, *Code of practice*, 2012.
- IOSCO, *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Relatório de Consulta, 27 de abril de 2012.
- IOSCO, *Policy recommendations for money market funds*, 9 de outubro de 2012.
- Kacperczyk, M. e Schnabl, P., *How safe are money market funds?* (versão preliminar), abril de 2012.
- McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. e Martin, A., *The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds*, Documento de Trabalho 2012-47, Série de Documentos de Debate Económico e Financeiro da Assembleia de Governadores do Sistema da Reserva Federal, julho de 2012.

McCabe, P.E., *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Documento de Trabalho 2010-51, Série de Documentos de Debate Económico e Financeiro da Assembleia de Governadores do Sistema da Reserva Federal, setembro de 2010.

Moody's, *Sponsor key to money market funds*, agosto de 2010.

Regulamento (CE) n.º 25/2009 do Banco Central Europeu, de 19 de dezembro de 2008, relativo ao balanço do setor das instituições financeiras monetárias (reformulação) (BCE/2008/32) (JO L 15, 20.1.2009, p. 14).

Rosengren, E.S., «*Money market mutual funds and financial stability*», Intervenção na conferência sobre os mercados financeiros, organizada pelo Federal Reserve Bank of Atlanta em 11 abril de 2012.

Scharfstein, D.S., «*Perspectives on money market mutual fund reforms*», testemunho perante o Comité do Senado dos Estados Unidos sobre questões bancárias, habitacionais e urbanas, 21 de junho de 2012.

Scott, H.S., *Interconnectedness and contagion*, 20 de novembro de 2012.

SEC, «*Money Market Fund Reform*», Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 de março de 2010.

SEC, «*Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*», Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7 de junho de 1977.

Squam Lake Group, *Reforming money market funds*, 14 de janeiro de 2011.
