



COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS

Bruxelas, 12.7.2005
COM(2005) 314 final

LIVRO VERDE

**SOBRE O REFORÇO DO ENQUADRAMENTO QUE REGE OS FUNDOS
DE INVESTIMENTO NA UE**

(SEC(2005) 947)

(apresentada pela Comissão)

LIVRO VERDE

SOBRE O REFORÇO DO ENQUADRAMENTO QUE REGE OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NA UE

Introdução

Ao longo da última década, assistiu-se ao crescimento do sector dos fundos de investimento ao ponto de se ter transformado numa vertente fundamental dos mercados de capitais europeus. Os fundos de investimento mobilizam as poupanças das famílias, canalizando-as para investimentos produtivos. Actualmente, o sector dos fundos europeus gere mais de 5 biliões de activos. O presente Livro Verde avalia o impacto da legislação europeia adoptada para fomentar o desenvolvimento dos OICVM, o tipo de fundo de investimento mais corrente no mercado europeu. Estes últimos representam mais de 70% dos activos geridos pelo sector dos fundos.

O que são OICVM?

Os OICVM (organismos de investimento colectivo em valores mobiliários) são carteiras de investimento colectivo constituídas de forma específica, consagrando-se exclusivamente ao investimento de activos captados junto dos investidores. Nos termos da Directiva OICVM¹, a política de investimento dos OICVM e as suas sociedades de gestão são autorizados em conformidade com requisitos específicos. A legislação em matéria de OICVM visa estabelecer um nível definido de protecção dos investidores. Tal é assegurado através da imposição de limites rigorosos ao investimento, requisitos de fundos próprios e obrigações em matéria de informação, bem como através da atribuição a depositários independentes das funções de guarda de activos e de supervisão dos fundos. Os OICVM, uma vez autorizados num Estado-Membro, beneficiam de um “passaporte” que lhes permite, sob reserva de notificação, propor unidades de participação aos pequenos investidores em qualquer país da UE.

A percepção generalizada entre a maioria das partes interessadas é a de que a legislação que rege os OICVM poderia ser mais eficaz, de molde a permitir uma melhor exploração do potencial do sector dos fundos à escala europeia. De igual forma, também não assegura a flexibilidade necessária para enfrentar os desafios suscitados por mercados financeiros em rápida evolução. Contudo, não há motivos convincentes para proceder, na fase actual, a uma reformulação significativa da legislação em vigor. Ao invés, a tónica deve ser colocada em explorar de forma exaustiva as possibilidades propiciadas pelo actual quadro legislativo. Por conseguinte, o presente Livro Verde identifica formas de incentivar a evolução do sector dos fundos a curto e a médio prazo a partir da legislação existente, garantindo simultaneamente o elevado nível necessário de protecção dos investidores. O quadro em anexo sintetiza as medidas que são actualmente previstas. A ênfase que será atribuída a estas iniciativas nos

¹ Directiva 85/611/CEE de 20 de Dezembro de 1985 (JO L 375 de 31.12.1985, p. 3), com a última redacção que lhe foi dada, nomeadamente, pelas Directivas 2001/107/CE (“Directiva sobre as Sociedades de Gestão”) de 21 de Janeiro de 2002 (JO L 41 de 13.02.2002, p. 20) e 2001/108/CE (“Directiva relativa aos produtos de investimento”) de 21 de Janeiro de 2002 (JO L 41 de 13.02.2002, p. 35), ambas designadas no texto por OICVM III.

próximos dois anos não deve, todavia, excluir uma reflexão sobre outras acções de mais vasto alcance que possam vir a ser necessárias a fim de assegurar o funcionamento eficiente do sector dos fundos europeus e para que os investidores beneficiem de elevados níveis de protecção.

Os desafios socio-económicos tornam este o momento ideal para proceder ao referido reexame. O enquadramento regulamentar da UE deve permitir ao sector dos fundos desenvolver instrumentos de investimento colectivo solidamente estruturados e geridos de forma satisfatória que assegurem as mais elevadas remunerações possíveis, em consonância com a capacidade financeira dos investidores individuais e o grau de risco em que estão dispostos a incorrer, fornecendo-lhes simultaneamente toda a informação necessária para que possam avaliar os respectivos riscos e custos. A existência na Europa de mercados integrados e eficientes no domínio dos fundos de investimento assume uma importância estratégica: estes fundos podem contribuir de forma significativa para o provisionamento adequado da reforma, para uma afectação da poupança aos investimentos produtivos e constituir um incentivo para um sólido governo das sociedades.

A análise apresentada no presente documento baseia-se no relatório do grupo de peritos sobre a gestão de activos publicado em Maio de 2004 e nas discussões daí decorrentes com os Estados-Membros, os membros do CARMEVM e os operadores de mercado. Tanto estas consultas, como a análise pormenorizada do funcionamento da legislação no domínio dos OICVM realizadas pelos serviços da Comissão² realçaram uma série de questões sobre as quais a Comissão entende que se justifica um debate público alargado. O presente Livro Verde representa o primeiro contributo da Comissão para este debate.

1. APRECIÇÃO GERAL

A Directiva OICVM constituiu indubitavelmente um primeiro passo importante para a criação de mercados europeus integrados e competitivos no domínio dos fundos de investimento. 28 830 OICVM gerem 4 biliões de euros. A importância dos OICVM é largamente reconhecida pelo mercado, tanto no exterior como no interior da UE.

O recurso ao passaporte para os produtos dos OICVM mais do que duplicou nos últimos 5 anos. 16% dos OICVM constituem verdadeiros fundos transfronteiras, tendo vindo a obter uma crescente percentagem dos fundos aplicados pelos investidores. No entanto, só agora é que os OICVM transfronteiras começam a ter um peso significativo nos mercados dos países de acolhimento.

Do ponto de vista da eficiência global do mercado, verifica-se que o potencial do sector não está ainda a ser plenamente explorado. O mercado continua a pautar-se pela presença de fundos com uma dimensão inferior a níveis óptimos. Os fundos europeus são, em média, cinco vezes mais pequenos que as suas congéneres norte-americanas, pelo que o sector não se encontra em condições de beneficiar plenamente de economias de escala, o que reduz as remunerações líquidas para os investidores finais.

Do ponto de vista da protecção dos investidores, não se registaram quaisquer escândalos financeiros notórios que envolvessem OICVM. A directiva OICVM tem constituído um

² Publicada como um documento de trabalho elaborado pelos serviços da Comissão.

alicerce sólido para o desenvolvimento de um sector bem regulamentado. A recente evolução no sector tem vindo, todavia, a alterar o perfil de risco das actividades nesta área. A externalização das funções operacionais ou as medidas adoptadas em direcção a uma estrutura de arquitectura aberta podem pressupor um maior risco operacional ou conflitos de interesses. Novos tipos de fundos, baseados em estratégias de investimento mais sofisticadas, podem comportar características não inteiramente compreendidas pelos pequenos investidores. As implicações eventuais das estratégias de investimento alternativas em termos de protecção dos investidores e da estabilidade financeira continuam a não ser perfeitamente identificadas. Além disso, os produtos alternativos tais como os produtos ou certificados associados a unidades de participação concorrem com os OICVM no que diz respeito à captação da poupança a longo prazo. No entanto, não se encontram forçosamente sujeitos a requisitos idênticos em matéria de informação e transparência.

O Livro Verde examina até que ponto o enquadramento que rege os OICVM satisfaz os seus objectivos neste contexto em plena evolução.

2. TIRAR PARTIDO DA LEGISLAÇÃO EM VIGOR

2.1. Acções prioritárias

Em Janeiro de 2002, a Directiva OICVM inicial foi alterada no que diz respeito a vários aspectos fundamentais. A Directiva relativa a produtos de investimento alargou a gama de activos em que os OICVM podem investir. A Directiva relativa às sociedades de gestão reforçou os requisitos em matéria de fundos próprios e de organização aplicáveis às sociedades de gestão. Permitiu-lhes passar a beneficiar de um passaporte no que se refere a determinados serviços e introduziu um novo documento de informação, a saber, o prospecto simplificado. Desde a entrada em vigor destas directivas em Fevereiro de 2004, têm vindo a surgir divergências entre os Estados-Membros quanto à forma como algumas das disposições alteradas devem ser interpretadas e aplicadas. Os fundos continuam a deparar-se com dificuldades para utilizar o passaporte «produto».

Nos últimos meses, a prioridade principal tem consistido em consolidar o passaporte OICVM e em fornecer mais orientações sobre as salvaguardas em matéria de protecção dos investidores. Neste contexto, a contribuição do Grupo de Peritos sobre a Gestão dos Investimentos no âmbito do CARMEVM tem sido crucial. A cooperação e o empenho das autoridades de supervisão nacionais, que colaboram entre si através do CARMEVM³, afiguram-se essenciais para encontrar soluções pragmáticas para os problemas em matéria de aplicação.

Estes trabalhos prosseguirão e a tónica será colocada nos seguintes aspectos:

1. Eliminar as incertezas associadas ao reconhecimento dos fundos criados durante o período de transição entre OICVM I e OICVM III. As orientações do CARMEVM contribuíram para dissipar as incertezas quanto ao tratamento dos fundos que beneficiam da salguarda dos direitos adquiridos (“grandfathered funds”). É extremamente importante que estas orientações sejam aplicadas de forma rigorosa, de molde a assegurar o bom funcionamento do sistema do passaporte.

3

No seguimento da Decisão 2001/527/CE da Comissão de 6 de Junho de 2001 (JO L 191 de 13.07.2001, p. 43).

2. Simplificar o procedimento de notificação dos fundos que beneficiam de passaporte: o conteúdo, a complexidade e a duração da fase de notificação divergem de forma significativa consoante os Estados-Membros. É necessário racionalizar os procedimentos e ponderar a possibilidade de introduzir mecanismos na prática para a resolução dos problemas no quadro actual de repartição das responsabilidades. Tal pode igualmente pressupor a melhoria da cooperação entre as administrações, a fim de evitar que a autorização do país de origem seja contestada. O CARMEVM já lançou trabalhos para reforçar a convergência entre as autoridades de regulamentação nesta área.
3. Promover a aplicação das recomendações da Comissão sobre a utilização dos instrumentos derivados e do prospecto simplificado. Estas visam nomeadamente melhorar as normas em matéria de gestão do risco e a transparência das comissões. Uma análise preliminar, baseada no exame empreendido pelo CARMEVM, aponta para o facto de as autoridades dos Estados-Membros já terem iniciado a aplicação destas orientações, salvo algumas excepções raras. Atendendo à importância destas questões, a Comissão redobrá esforços para obter novos progressos em certas áreas cruciais, como por exemplo a divulgação das comissões e dos encargos.
4. Clarificar a definição de “activos” passíveis de serem adquiridos pelos OICVM. Uma das pedras angulares da legislação aplicável aos OICVM consiste no facto de os fundos deverem investir principalmente em instrumentos financeiros líquidos. A Directiva OICVM III assegura uma certa margem de interpretação quanto à questão de saber se certas categorias de instrumentos financeiros podem ou não ser adquiridas pelos OICVM. No início de 2006, a Comissão ultimarà clarificações legalmente vinculativas sobre a elegibilidade de activos, ao abrigo do disposto no artigo 53a da Directiva.

P1 : As iniciativas supramencionadas assegurarão uma segurança jurídica suficiente na aplicação da directiva?

P2 : A aplicação corrente da directiva suscita outros problemas que devam ser abordados de forma prioritária?

2.2. Para uma melhor aplicação do enquadramento actual

O actual enquadramento legislativo da UE poderá ser desenvolvido de molde a fazer face a alguns dos principais desafios estruturais deparados pelo sector do fundos da UE, designadamente, a melhoria da sua competitividade e como dar resposta à evolução da procura dos investidores? Identificaram-se duas áreas em que poderiam ser empreendidos novos trabalhos com base no actual enquadramento legislativo.

2.2.1. O passaporte da sociedade de gestão

Alguns segmentos do sector entendem que a possibilidade conferida às sociedades de gestão no sentido de instituírem e explorarem OICVM estabelecidos noutros Estados-Membros cria os alicerces para uma maior eficiência e especialização a nível da gestão das carteiras e da administração dos fundos. Esta possibilidade foi prevista pela Directiva relativa às sociedades de gestão no que se refere aos OICVM que revestem a forma de sociedade. No entanto, devido às ambiguidades prevaletentes e ao carácter incompleto da directiva, estas oportunidades não se concretizaram na prática. Em especial, manifestaram-se preocupações quanto ao facto de a atribuição das funções de supervisão do fundo e da respectiva sociedade de gestão a dois ordenamentos jurídicos poder comprometer a eficácia do controlo dos riscos

e a protecção dos investidores. Antes de adoptar novas medidas a este respeito, a Comissão gostaria de proceder a uma análise mais aprofundada a fim de apurar em que medida o passaporte das sociedades de gestão pode suscitar novas possibilidades comerciais importantes e no intuito de identificar as preocupações daí decorrentes em matéria de supervisão. Com base nas respostas ao presente Livro Verde, a Comissão indicará, no seu relatório de acompanhamento a publicar no início de 2006, se é possível assegurar a aplicação do sistema de passaporte das sociedades de gestão.

P3 : Um passaporte eficaz para as sociedades de gestão traduzir-se-ia em importantes vantagens económicas adicionais comparativamente aos mecanismos de delegação da gestão? Queira indicar as fontes e a importância provável dos benefícios previstos.

P4 : A repartição das responsabilidades entre dois Estados-Membros pela supervisão da sociedade de gestão e do fundo implicaria um aumento dos riscos operacionais ou suscitaria preocupações do ponto de vista da supervisão? Queira descrever as fontes dos problemas e as medidas a tomar para uma contenção eficaz de tais riscos.

2.2.2. Distribuição, vendas e promoção das unidades de participação

Uma segunda área em que se impõe uma clarificação é a forma como as unidades de participação nos OICVM são propostas, vendidas ou promovidas junto dos investidores individuais. Os investidores que se defrontam com produtos mais complexos requerem uma informação de melhor qualidade e mais compreensível quanto ao respectivo desempenho e encargos. Verifica-se uma crescente procura de conselhos quanto aos produtos mais adequados e mais rentáveis. De igual modo, têm vindo a manifestar-se evoluções do lado da oferta. Os bancos têm vindo a abrir progressivamente as suas redes a fundos de terceiros, o que lhes permite centrarem-se nas suas competências fundamentais e atrair clientes que pretendem “o melhor produto disponível no mercado”. Por último, na cadeia de valor, o elo final da distribuição constitui uma importante fonte de custos no sector dos fundos europeus (nomeadamente transfronteiras). A concorrência e a transparência a nível da distribuição das unidades de participação poderia reverter-se no interesse dos investidores finais. Por exemplo, as condições em que um produto pode legitimamente invocar o facto de ser um “fundo garantido” devem ser igualmente clarificadas a fim de evitar o risco de práticas abusivas em matéria de vendas.

A Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros, recentemente adoptada⁴ poderia igualmente constituir uma “caixa de ferramentas” útil, designadamente, para clarificar todas as obrigações em matéria de precaução, advertências sobre o risco ou outras obrigações das empresas de investimento perante os clientes que pretendam investir nos OICVM. Esta directiva poderia igualmente servir de base para melhorar a transparência do processo de distribuição, através das suas regras em matéria de gestão e de divulgação dos conflitos de interesses e no que se refere à “execução na melhores condições”.

Numa primeira fase, os serviços da Comissão reflectirão sobre a linha de demarcação entre a comercialização (OICVM) e os serviços de venda/assessoria prestados aos investidores dos fundos. Numa segunda fase, procederão a uma “análise das lacunas” para examinar se a legislação de nível 2 que aplica os princípios em matéria de gestão das actividades e outras disposições relevantes da directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros representa uma base suficiente e eficaz para reger as actividades de intermediação no que diz

4

Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (JO L 145 de 30.04.2004, p. 1).

respeito aos fundos de investimento. Tal, contudo, terá que aguardar até que estas regras de nível 2 sejam ultimadas.

P5 : O reforço da transparência, comparabilidade e atenção atribuída às necessidades dos investidores a nível da distribuição das unidades de participação melhorará significativamente o funcionamento dos mercados europeus de fundos de investimento e o nível de protecção dos investidores? Tal deve constituir uma prioridade?

P6 : A clarificação das “normas de conduta” aplicáveis às empresas que comercializam unidades de participação junto dos investidores contribuiria de forma significativa para a prossecução deste objectivo? Devem ser previstas outras medidas (por exemplo, reforço das obrigações em matéria de informação)?

P7 : Existem problemas particulares inerentes aos fundos que não sejam abrangidos pelos trabalhos em curso sobre a aplicação pormenorizada das “normas de condutas” previstas pela Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros?

3. PARA ALÉM DO QUADRO LEGISLATIVO EXISTENTE – OS DESAFIOS A LONGO PRAZO

As actividades dos fundos de investimento europeus têm vindo a registar profundas alterações estruturais que terão consequências duradouras: inovação contínua a nível das estratégias e produtos de investimento; novas formas de modelo de actividade («business model»); aparecimento de prestadores de serviços especializados; sistemas de distribuição em mutuação; investidores mais exigentes. A Europa deve velar para que o quadro aplicável aos OICVM possa representar uma base viável para o desenvolvimento harmonioso do sector dos fundos de investimento a longo prazo, assegurando simultaneamente um elevado nível de protecção dos investidores. O quadro regulamentar deve permitir ao sector propor produtos atraentes e geridos de forma sólida, susceptíveis de captar os fundos aplicados pelos investidores. A secção subsequente debate as formas como o quadro legislativo europeu pode contribuir em maior medida para a prossecução deste objectivo: criação de um quadro europeu que permita explorar uma boa relação preço-eficácia e as sinergias numa base transfronteiras; reforço da confiança dos investidores; medidas destinadas a evitar distorções desnecessárias da concorrência entre produtos de investimento alternativos; promoção de um bom desenvolvimento dos investimentos alternativos intracomunitários. No entanto, não poderão ser alcançados novos progressos em direcção a este objectivo no âmbito do quadro existente. Será necessário prever, nalguns casos, ajustamentos ou o alargamento da legislação em vigor no domínio dos OICVM, alterações essas que poderão eventualmente assumir uma importância significativa. Por conseguinte, deve tirar-se partido do actual reexame nesta área para lançar um processo de reflexão sobre a oportunidade de inserir a mais longo prazo o tratamento destas questões de âmbito mais lato no quadro legislativo da UE, bem como as respectivas modalidades.

3.1. Rumo a um sector caracterizado por uma boa relação custo-eficácia

A existência na UE de um número demasiado elevado de pequenos fundos impede o sector de beneficiar plenamente das economias de escala.

1. O grupo de peritos sobre a gestão de activos e outras entidades identificaram uma maior consolidação mediante a realização de fusões entre os fundos transfronteiras como um meio de reduzir os custos e melhorar os resultados dos fundos, apesar de as sociedades de gestão se terem pautado por uma certa morosidade em termos de racionalização da sua oferta de produtos mesmo a nível nacional. A Directiva

OICVM não impede as fusões transfronteiras dos fundos, mas também não aborda muitos dos obstáculos práticos que podem ter de ser eliminados no intuito de facilitar essas fusões. Verificam-se alguns casos isolados de fusões de fundos a nível transfronteiras, mas são pouco habituais devido às dificuldades decorrentes de divergências nacionais a nível do direito das sociedades e dos regimes fiscais.

2. O agrupamento dos activos dos fundos (“*fund pooling*”) pode constituir uma solução alternativa à consolidação do sector: tal permitiria a tipos de fundos juridicamente distintos ser objecto de uma gestão e/ou administração colectiva, quer mediante a colocação dos seus activos num único fundo global (estruturas de tipo “*master-feeder*”), quer recorrendo às tecnologias de informação a fim de permitir que sejam geridos como se tratassem de um único fundo. No entanto, o agrupamento de activos a nível transfronteiras também se defronta com entraves jurídicos, fiscais e prudenciais, para além de suscitar importantes desafios tecnológicos.
3. Os serviços de custódia de fundos e os serviços dos depositários poderiam igualmente beneficiar de uma maior racionalização. A directiva OICVM requer que a sociedade de gestão e o depositário se situem no mesmo Estado-Membro. Anteriormente, a proximidade e a supervisão integrada eram consideradas essenciais para assegurar o desempenho eficaz de funções como a gestão, bem como das funções de depositário e de custódia. Mais recentemente, inúmeras partes interessadas têm vindo a argumentar a favor de uma maior liberdade quanto à escolha do depositário. Todavia, como referido pela Comissão⁵, quaisquer medidas nesta direcção exigirão uma nova harmonização do estatuto, das funções e das responsabilidades dos operadores em causa. Os custos e os benefícios comparativos da introdução de alterações no quadro legislativo exigirão uma análise mais aprofundada, pelo menos à luz dos resultados susceptíveis de serem alcançados mediante mecanismos de delegação e/ou sob-custódia. A Comissão propõe examinar as implicações para a eficácia da supervisão e da protecção dos investidores decorrentes da repartição entre os Estados-Membros da responsabilidade pelas funções de supervisão do fundo e dos depositários, bem como da custódia de activos.
4. A infra-estrutura europeia de tratamento das ordens de subscrição/resgate (unidades de participação) caracteriza-se pela sua fragmentação, o que se traduz em elevados custos de exploração e num aumento dos riscos operacionais no âmbito da cadeia de valor das transacções. A Comissão apoia firmemente os esforços em curso no sector no sentido de melhorar a organização da administração dos fundos, em particular no que diz respeito aos mecanismos transfronteiras. A posição preliminar da Comissão é a de que o sector deve continuar a liderar o processo neste domínio. Os decisores políticos da UE só devem intervir na eventualidade de problemas manifestos de “coordenação” ou no caso de obstáculos regulamentares ou políticos intransponíveis.

P8 : Prevalece uma lógica comercial ou económica (benefícios líquidos) para as fusões de fundos transfronteiras? Poderiam estas vantagens ser em grande medida obtidas mediante um processo de racionalização dentro das fronteiras nacionais?

P9 : Os benefícios desejados poderiam ser assegurados através do agrupamento dos fundos (“*pooling*”)?

P10: A concorrência a nível da gestão dos fundos e/ou distribuição é suficiente para garantir que os investidores beneficiem de uma maior eficiência?

P11: Quais as vantagens e as desvantagens (riscos prudenciais e comerciais) decorrentes da possibilidade de optar por um depositário situado noutro Estado-Membro? Até que ponto a delegação ou outras modalidades poderiam contribuir para suprir a necessidade de uma acção legislativa relativamente a estas questões?

P12: Entende que o processo de normalização em curso impulsionado pelo sector surtirá efeito dentro de um horizonte temporal razoável? Impõe-se a intervenção dos poderes públicos?

Uma vez tomadas em consideração as respostas ao presente Livro Verde, a Comissão criará um grupo de peritos para analisar em maior pormenor as principais fontes de ineficiência do sector europeu de fundos acima referidas. Estes trabalhos examinarão igualmente a fiabilidade e a eficácia de eventuais medidas destinadas a facilitar as actividades nesta área.

3.2. Manter elevados níveis de protecção dos investidores

A Directiva OICVM prevê vários mecanismos de defesa com vista a proteger os investidores. Em termos de protecção dos investidores, os resultados obtidos até à data têm sido positivos. Contudo, têm vindo a surgir novos riscos e as expectativas do mercado evoluíram. Poderá ser necessário proceder a uma nova reflexão em matéria de protecção dos investidores com base numa abordagem mais exaustiva em termos de risco.

As disposições revistas em matéria de protecção dos investidores estabelecidas pela Directiva OICVM III requerem tempo para comprovar a sua eficácia. O CARMEVM esforçar-se-á igualmente por promover a convergência entre as autoridades de regulamentação europeias no que diz respeito à prevenção de conflitos de interesses e à protecção dos investidores face às sociedades de gestão dos OICVM, em conformidade com as alterações introduzidas pelos artigos 5.ºF e 5.ºH da Directiva 2001/107/CE. Todavia, a Comissão entende que os OICVM, à luz dos limites formais estabelecidos em termos de investimento, poderão vir a defrontar dificuldades a mais longo prazo quando tentarem acompanhar o ritmo da inovação financeira e a crescente complexidade dos sistemas de distribuição. Tal poderá pressupor uma análise mais sistemática dos principais riscos que surgem em cada etapa da cadeia de valor do sector dos fundos. Atendendo à ambição declarada do sector de tornar-se o instrumento de investimento privilegiado dos pequenos investidores, a Comissão continuará a trabalhar continuamente com vista a reforçar as salvaguardas em matéria de protecção dos investidores. Os trabalhos a serem empreendidos pelo Comité permanente da OICV sobre a gestão dos investimentos poderão constituir um ponto de partida para novas reflexões sobre estas questões num contexto europeu.

P13: A elevada importância atribuída aos limites de investimento formais representa uma abordagem sustentável com vista a assegurar elevados níveis de protecção dos investidores?

P14: Considera que as medidas de salvaguardas, a nível da sociedade de gestão e do depositário, são suficientemente sólidas para abordar os novos riscos que se colocam a nível da gestão e administração dos OICVM? Que outras medidas destinadas a manter um elevado nível de protecção dos investidores consideraria adequadas?

3.3. Concorrência de produtos alternativos

À medida que o debate sobre o enquadramento legislativo europeu aplicável aos OICVM vier a evoluir, será importante considerar a envolvente mais lata no domínio da gestão de activos. Os OICVM concorrem com diversos outros produtos no que diz respeito à captação da poupança privada dos investidores europeus. Alguns produtos, tais como os seguros de vida associados a unidades de participação ou certos produtos estruturados denotam algumas das características dos OICVM. Encontram-se, todavia, sujeitos a um tratamento regulamentar ou fiscal distinto e são comercializados através de canais diferentes. Nalguns Estados-Membros, estes produtos concorrentes beneficiam de uma aceitação generalizada. A Comissão manifesta a sua preocupação quanto ao facto de este tratamento regulamentar diferente poder conduzir a distorções a nível das decisões de investimento. Entende que constituiria um recuo para os investidores se a concorrência regulamentar se traduzisse em menores obrigações em matéria de informação para os OICVM.

P15: Verificam-se casos que resultam numa distorção a nível das escolhas dos investidores que mereçam particular atenção por parte dos decisores políticos europeus/nacionais?

3.4. Mercados de investimento alternativos na Europa

O sector de investimentos alternativos, compreendendo os fundos de retorno absoluto (*hedge funds*) e os fundos de capitais não abertos à subscrição pública, constituem uma realidade incontornável. Propiciam novas vantagens em termos de diversificação para os gestores de activos, prometem remunerações mais elevadas para os investidores e podem fomentar a liquidez global do mercado. No entanto, as estratégias de investimento alternativo são mais complexas e podem pressupor riscos mais elevados para os investidores comparativamente aos OICVM tradicionais.

Investimentos alternativos

- Os fundos de capitais não abertos à subscrição pública implicam um compromisso a longo prazo no que se refere aos investimentos, que pressupõem uma participação activa a nível da sua gestão. Todavia, estes fundos confrontam-se com um regime fiscal mais complexo e a maioria das suas estruturas não beneficia do reconhecimento mútuo nos diferentes Estados-Membros.
- Os fundos de retorno absoluto (*hedge funds*) recorrem a um vasto leque de técnicas e instrumentos (tais como a venda a descoberto ou o recurso ao efeito de alavanca) que não são muitas vezes passíveis de serem utilizados pelos organismos de investimento colectivo que assumem as formas mais tradicionais. Os fundos de retorno absoluto podem representar uma fonte de risco de contraparte para as instituições financeiras que concedem empréstimos aos mesmos. Apesar de não serem actualmente considerados como uma fonte significativa de risco sistémico devido à sua dimensão relativamente diminuta e ao seu recurso, moderado e acompanhado de garantias, ao crédito, o seu rápido crescimento e a falta de transparência neste contexto estão na origem de preocupações crescentes quanto ao seu impacto sobre os mercados. As entidades de regulamentação têm vindo a concentrar os seus esforços no reforço da sua capacidade para avaliar a concentração dos riscos globais para o sistema financeiro decorrente dos fundos de retorno absoluto.

A existência de regimes nacionais divergentes comporta o risco de uma fragmentação regulamentar susceptível de comprometer o desenvolvimento destas actividades. À medida que este sector vier a desenvolver-se e, nomeadamente, se os pequenos investidores europeus vierem a optar cada vez mais por investimentos alternativos, verificar-se-á uma crescente necessidade de uma abordagem europeia coerente e racional face a este sector.

À luz das respostas ao presente processo de consulta, a Comissão instituirá um grupo de trabalho para analisar se uma abordagem regulamentar comum é susceptível de facilitar o desenvolvimento dos mercados europeus de fundos de retorno absoluto e dos fundos de capitais não abertos à subscrição pública. Este grupo poderia igualmente examinar os tipos de medidas consideradas mais adequadas para superar os entraves ao seu desenvolvimento transfronteiras. Estes trabalhos poderiam considerar, nomeadamente, até que ponto uma definição comum de “investimento privado” poderia facilitar a sua oferta transfronteiras aos investidores sofisticados.

P16: Até que ponto os problemas inerentes à fragmentação regulamentar suscitam problemas de acesso ao mercado, requerem assim uma abordagem comum a nível da UE no que diz respeito a a) fundos de capitais não abertos à subscrição pública; b) fundos de retorno absoluto (*hedge funds*); e fundos de *hedge funds*?

P17: Prevaecem riscos específicos (do ponto de vista da protecção dos investidores ou na perspectiva da estabilidade do mercado) associados às actividades desenvolvidas quer pelos fundos de capitais não abertos à subscrição pública, quer pelos fundos de retorno absoluto que mereçam uma atenção particular?

P18: Em que medida um regime comum de investimento em capitais fechados poderia contribuir para superar os entraves à oferta transfronteiras de investimentos alternativos destinados aos investidores sofisticados? Esta clarificação dos processos de comercialização e de vendas poderia ser assegurada independentemente de medidas de acompanhamento a nível da sociedade de gestão do fundo, etc.?

3.5. Eventual modernização do direito aplicável aos OICVM ?

A experiência pôs em destaque as dificuldades inerentes à adaptação das disposições legislativas dos OICVM às realidades de um mercado em mutação, bem como a problemática de assegurar a sua aplicação coerente. A Directiva OICVM ilustra o risco de procurar regulamentar questões muito técnicas através de uma legislação comunitária de nível 1. Algumas instâncias, incluindo o CARMEVM, têm vindo a sustentar a necessidade de uma reformulação da directiva em consonância com a recente legislação da UE no domínios dos valores mobiliários, designadamente, uma legislação de nível 1, funcional e baseada em princípios, complementada pela possibilidade de recorrer a regras de aplicação pormenorizadas e pelo reforço da cooperação em matéria de supervisão (abordagem Lamfalussy). No entanto, esta reformulação da legislação no domínio dos OICVM não poderia constituir um mero exercício cosmético: envolveria escolhas quanto à formulação dos princípios de base a serem definidos na legislação de nível 1 no que se refere ao âmbito e teor das decisões a serem adoptadas com base no procedimento de comitologia. Por conseguinte, teria importantes repercussões substantivas e institucionais. Tal requer uma preparação cuidadosa e o pleno recurso ao procedimento de co-decisão. Se vier a surgir um consenso no futuro quanto à necessidade de introduzir tais alterações na legislação relativa aos OICVM, a Comissão considera que se deve tirar partido desta oportunidade para reestruturar a directiva em consonância com a abordagem Lamfalussy.

P19: A actual legislação relativa aos OICVM, de natureza vinculativa e baseada em produtos específicos, representa uma base viável a longo prazo para um mercado europeu de fundos de investimento integrado e objecto de uma supervisão adequada? Em que condições, ou em que fase, seria conveniente prever uma transição para uma regulamentação assente em princípios e baseada nos riscos?

4. CONCLUSÕES

Os OICVM têm desempenhado um papel fundamental para o êxito do sector europeu de fundos de investimento. A legislação relativa aos OICVM, com o seu passaporte para os produtos e a sua preocupação orientada para a protecção dos pequenos investidores, facilitou este resultado. Não obstante esta evolução, há uma percepção generalizada de que o modelo dos OICVM implica certas oportunidades perdidas e poderia ser melhorado. No entanto, não há razões convincentes que justifiquem uma profunda reformulação legislativa na fase actual. Ao invés, a tónica deve ser colocada em esgotar as possibilidades propiciadas pelo actual enquadramento legislativo.

Atendendo à importância estratégica do sector, impõe-se uma reflexão aprofundada sobre a futura direcção do quadro da UE aplicável aos fundos de investimento. Se algumas das preocupações estruturais acima identificadas vierem a concretizar-se, serão necessárias acções de vasto alcance com vista a assegurar que o sector europeu de fundos de investimento disponha dos instrumentos adequados e para que os investidores europeus beneficiem de um elevado grau de protecção no início da próxima década.

As respostas ao presente exercício de consulta, bem como os debates regulares com as partes interessadas e os novos trabalhos preparatórios no âmbito da Comissão serão tomados em consideração para determinar as eventuais medidas futuras. Consequentemente, no início de 2006 serão anunciadas orientações para as medidas destinadas a reforçar o quadro relativo aos OICVM. Caso venha a ser equacionada a adopção de acções legislativas, estas serão objecto de uma consulta alargada *ex-ante*, de uma apreciação do respectivo impacto e de uma avaliação em termos de relação custo/eficácia.

As respostas ao presente exercício de consulta devem ser transmitidas, até 15 de Novembro de 2005, para o seguinte endereço de correio electrónico: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int As respostas serão publicadas no sítio Web da Comissão, salvo pedido expresso em contrário. No âmbito do seguimento ao presente Livro Verde, a Comissão publicará no início de 2006 um relatório em que apresentará um resumo das contribuições recebidas.

Reforçar o quadro aplicável aos OICVM – Medidas propostas

Tema	Acção	Datas propostas
Reexame da legislação OICVM	Processo de consulta	Julho/Nov. de 2005
	Relatório de informação sobre a consulta pública; Comunicação COM sobre as acções de seguimento	Fev/Março de 2006

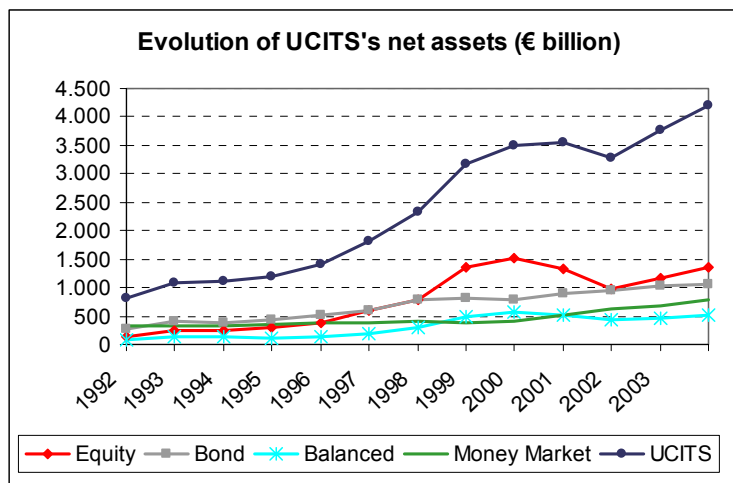
1. Acções prioritárias		
Clarificação dos activos elegíveis para o investimento dos OICVM	Adopção da legislação de aplicação	Março/Abril de 2006
Recomendações relativas aos instrumentos derivados e ao prospecto simplificado	Publicação da avaliação definitiva quanto à aplicação pelos Estados-Membros (CARMEVM e COM)	Outono de 2005
Orientações do CARMEVM sobre as disposições transitórias	Relatório intercalar sobre a aplicação a nível nacional	Outono de 2005
Procedimentos de notificação	Orientações do CARMEVM relativas ao procedimento de notificação	Outono de 2006
2. Consolidar o actual enquadramento		
Passaporte para as sociedades de gestão	Análise das condições necessárias para facilitar o funcionamento eficaz do sistema de passaporte da sociedade de gestão (que assuma a forma societária)	Início de 2006
Distribuição, vendas, promoção das unidades de participação	Avaliação da articulação entre a Directiva OICVM e a Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros Análise das lacunas na cobertura pelas medidas de nível 2 da Directiva relativa aos mercados de instrumentos	Início de 2006 Meados de 2006
3. Desafios a longo prazo		
Fusões/agregação de activos de carácter transfronteiras	Trabalhos a realizar pelo grupo fórum especializado	Inverno de 2005 - Verão de 2006
Protecção dos investidores	Análise dos riscos e dos controlos do risco no sector dos fundos de investimento a nível europeu (CARMEVM e COM); acompanhamento dos trabalhos da OICV; lançamento e publicação dos estudos da Comissão	
Investimentos alternativos	Trabalhos a realizar por um grupo fórum especializado	Inverno de 2005 - Verão de 2006

Annex

OVERVIEW OF THE UCITS MARKET

UCITS legislation has provided the foundations for the development of a successful European fund industry. 20 years after the adoption of the original UCITS Directive, 28,830 UCITS funds manage €4 trillion representing over 70% of the assets under management by the EU investment fund industry as a whole. Assets managed by UCITS are growing rapidly (some 4 times over the last 10 years). This industry has a strong presence in all of the 'old' Member States and is gaining ground in many of the new Member States. In some Member States, over 20% of the adult population have invested in funds. UCITS also enjoy wide market recognition outside the EU (namely in Asia and South America).

UCITS enjoy wide market acceptance



The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European UCITS (in terms of number of funds) are true cross-border funds in that they are sold in more than one country other than that of the sponsoring parent company. However, as shown in the table below, the number of cross-border funds has increased more rapidly than the total number of funds over the last years. Their assets under management are also growing at a fast pace: net sales of cross-border funds represented more than 60% of the total industry net inflows in 2004.

...with increasing cross-border penetration

	End-98	Mar 2001	End 2002	End 2003	Change (98-03)
X-border funds	2,287	3,260	3,750	4,529	98%
X-border notifications	11,338	22,791	26,966	26,030	130%
Total no. of funds	20,069	n.a.	28,459	28,149	40%
X-border/total funds	11%	n.a.	13%	16%	41%

Despite the increase in the number of notifications and the sales of cross-border funds, the market share in most host Member States is often small. Despite recent years' move towards open-architecture, the range of products on offer remains biased towards national providers. National distribution networks remain dominated by local players. Most European third party funds (TPF) distributors are “semi-open” with 33% of them offering less than 5 TPF and only 6% putting in their list of products more than 49 TPF. In addition to this, 46% of fund distributors do not offer even one TPF. Consequently, competition is limited and investors do not necessarily have access to the best funds in the EU market.																																																																	
Distribution of funds (2002) <table border="1"><thead><tr><th>Country</th><th>In-house funds (%)</th><th>Third-party funds from domestic suppliers (%)</th><th>Third-party funds from foreign suppliers (%)</th></tr></thead><tbody><tr><td>be</td><td>95</td><td>2</td><td>3</td></tr><tr><td>dk</td><td>70</td><td>20</td><td>10</td></tr><tr><td>de</td><td>70</td><td>20</td><td>10</td></tr><tr><td>el</td><td>75</td><td>10</td><td>15</td></tr><tr><td>es</td><td>75</td><td>10</td><td>15</td></tr><tr><td>fr</td><td>80</td><td>10</td><td>10</td></tr><tr><td>ie</td><td>80</td><td>10</td><td>10</td></tr><tr><td>it</td><td>80</td><td>10</td><td>10</td></tr><tr><td>lu</td><td>50</td><td>20</td><td>30</td></tr><tr><td>nl</td><td>80</td><td>10</td><td>10</td></tr><tr><td>at</td><td>80</td><td>10</td><td>10</td></tr><tr><td>pt</td><td>80</td><td>10</td><td>10</td></tr><tr><td>fi</td><td>80</td><td>10</td><td>10</td></tr><tr><td>se</td><td>95</td><td>2</td><td>3</td></tr><tr><td>uk</td><td>90</td><td>5</td><td>5</td></tr></tbody></table>	Country	In-house funds (%)	Third-party funds from domestic suppliers (%)	Third-party funds from foreign suppliers (%)	be	95	2	3	dk	70	20	10	de	70	20	10	el	75	10	15	es	75	10	15	fr	80	10	10	ie	80	10	10	it	80	10	10	lu	50	20	30	nl	80	10	10	at	80	10	10	pt	80	10	10	fi	80	10	10	se	95	2	3	uk	90	5	5	
Country	In-house funds (%)	Third-party funds from domestic suppliers (%)	Third-party funds from foreign suppliers (%)																																																														
be	95	2	3																																																														
dk	70	20	10																																																														
de	70	20	10																																																														
el	75	10	15																																																														
es	75	10	15																																																														
fr	80	10	10																																																														
ie	80	10	10																																																														
it	80	10	10																																																														
lu	50	20	30																																																														
nl	80	10	10																																																														
at	80	10	10																																																														
pt	80	10	10																																																														
fi	80	10	10																																																														
se	95	2	3																																																														
uk	90	5	5																																																														
Viewed from the perspective of overall market efficiency, the facilitation of cross-border fund offer has not yet delivered an optimally functioning European fund market. The number of funds is considerably higher than 10 years ago. This reflects the rapidity with which managers have reacted to new trends and the needs of increasingly demanding investors. For instance, products such as guaranteed funds have recently enlarged the range of investment opportunities for UCITS investors. The end-result is that the landscape remains dominated by funds of sub-optimal size which are on average 5 times smaller than their average US counterpart. Fund managers and administrators are not able to benefit fully from scale economies – reducing net returns to end-investors. Estimates indicated that if EU funds could attain US funds’ average size, annual cost savings of € 5bn could be achieved.	<i>Lack of market integration translates into higher costs for investors.</i>																																																																
From an investor protection perspective, there have not been notable financial scandals involving UCITS in Europe. UCITS has provided a solid underpinning for a well-regulated and generally well-managed industry. The investment limits, capital requirements, and organisational controls on asset segregation and safe-keeping, disclosure obligations or the oversight responsibility of depositaries introduced by the Directive have been important contributing factors.	<i>No notable financial scandals so far...</i>																																																																
Recent trends in European fund industry are changing the risk-features of the business. Changes in the organisation of the business, such as outsourcing of operational functions or moves towards open-architecture may entail increased operational risk or conflicts of interest. New fund-types, based on more complex or sophisticated investment strategies, may embody features that are not well-	<i>... but business is evolving and current trends may accentuate certain risks to</i>																																																																

understood by retail investors. The possible implications of alternative investment strategies for investor protection and financial stability remain poorly understood. Furthermore, substitute products, such as unit-linked products or certificates, compete with UCITS for long-term savings. However, they are not necessarily subject to the same level of disclosure and transparency. This may call into question the levels of disclosure and investor protection promoted by UCITS.	<i>investors.</i>
The accompanying Commission staff working document provides an extensive treatment of these issues. To further improve our understanding, the Commission is sponsoring further research to evaluate the degree of integration of European fund markets; to assess whether there are as yet unrealised efficiency gains that could be achieved through cross-border competition or a more rational pan-European organisation of the market; and to study evolutions in the risk-features of European asset management business.	