



COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS

Bruxelas, 15.11.2006
COM(2006) 686 final

LIVRO BRANCO

LIVRO BRANCO SOBRE O REFORÇO DO ENQUADRAMENTO QUE REGE OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO ÚNICO

{SEC(2006)1451}
{SEC(2006)1452}

(apresentado pela Comissão)

LIVRO BRANCO

LIVRO BRANCO SOBRE O REFORÇO DO ENQUADRAMENTO QUE REGE OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO ÚNICO

Introdução

Os fundos de investimento possibilitam o acesso dos pequenos investidores a investimentos diversificados e geridos profissionalmente, em condições comportáveis. Os investidores europeus irão necessitar de um sector de gestão de activos competente e bem regulamentado, à medida que o envelhecimento da sociedade os força a assumirem uma maior responsabilidade pelas suas necessidades financeiras a longo prazo. Tal já está a provocar uma enorme expansão do sector, tanto na Europa, como a nível mundial. Os investidores institucionais, incluindo os fundos, são responsáveis por uma parte crescente dos investimentos das famílias em todos os países do G-10. Os fundos de investimento representam 12,6 % dos activos financeiros das famílias europeias¹. Na UE, em 12 anos, os activos geridos pelos fundos de investimento quintuplicaram. Até 2010, estão previstas taxas de crescimento de cerca de 10 % ao ano, fazendo com que o total dos activos geridos por fundos exceda os 8 biliões de euros. A pedra basilar do enquadramento da UE para os fundos de investimento é a Directiva OICVM de 1985², que tem constituído a referência para o desenvolvimento de um sector europeu de fundos de investimento dinâmico. Este mercado está cada vez mais organizado numa base pan-europeia. A utilização do passaporte para os produtos dos OICVM generalizou-se. Em 2005, as vendas transfronteiras de fundos representaram cerca de 66% do total dos fluxos líquidos do sector.

O desafio que se coloca aos responsáveis políticos da UE é o de garantir que este enquadramento regulamentar mantenha a sua eficácia face à evolução da dinâmica do mercado e das necessidades dos investidores. Mudanças estruturais profundas nos mercados financeiros europeus estão a exercer novas pressões sobre o sistema regulamentar dos OICVM. No presente Livro Branco, a Comissão Europeia expõe os seus pontos de vista sobre como simplificar o ambiente legislativo europeu e, simultaneamente, proporcionar soluções de investimento atraentes e seguras aos investidores.

Caixa: Fundos de investimento, OICVM e não OICVM

Os **fundos de investimento** são instrumentos de investimento especialmente constituídos com o objectivo único de reunir activos de investidores para os investir num agrupamento diversificado de activos. Os investidores compram valores mobiliários emitidos pelo fundo contra activos subjacentes e o valor desses valores mobiliários flutua em função do valor dos activos subjacentes. Desta forma, os pequenos investidores podem participar em carteiras diversificadas de activos financeiros ou outros activos,

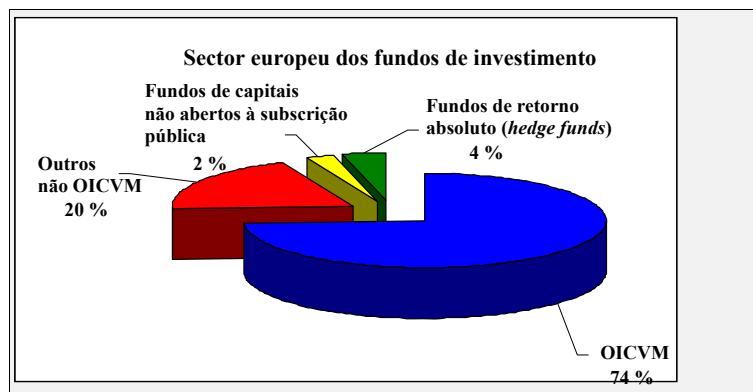
¹ EFAMA Fact Book, 2006

² Directiva 85/611/CEE do Conselho, com a redacção que lhe foi dada pelas Directivas 2001/107/CE e 2001/108/CE do Parlamento Europeu e do Conselho

geridas profissionalmente. Os gastos gerais são repartidos pelo conjunto de investidores, diminuindo o custo médio a suportar por cada um. Os investidores podem vender as suas acções quando quiserem (fundos abertos) ou os seus activos podem permanecer bloqueados durante um período de tempo determinado (fundos fechados).

Os **OICVM (Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários)** são fundos de investimento estabelecidos e autorizados nos termos da Directiva 85/611/CEE. Esta directiva estabelece requisitos comuns para a organização, a gestão e a supervisão dos fundos e impõe regras em matéria da sua diversificação e liquidez, bem como da utilização do efeito de alavanca. A Directiva OICVM define uma lista de activos elegíveis nos quais os fundos podem investir. Depois de autorizado, um fundo OICVM pode ser comercializado em toda a UE, sujeito a notificação em cada Estado-Membro em que é vendido.

O termo **«não OICVM»** é um termo genérico que designa todos os fundos não harmonizados, sujeitos ou não a regulamentação nacional, cobrindo um vasto leque de modos e de produtos de investimento, desde produtos orientados para os pequenos investidores, como fundos imobiliários abertos, a produtos mais voláteis, como fundos sobre mercadorias e fundos de capitais não abertos à subscrição pública.



Tornar o enquadramento actual mais eficiente

A Directiva OICVM já não é suficiente para apoiar o sector europeu dos fundos de investimento nos seus esforços de reestruturação para fazer face aos novos desafios concorrenciais e à evolução das necessidades dos investidores europeus. Determinados elementos centrais da directiva não estão a funcionar correctamente. O grau de liberdade conferido pela directiva implica custos de conformidade desnecessariamente elevados e não proporciona uma flexibilidade suficiente aos gestores de fundos com fundos ou actividades em diferentes Estados-Membros para organizarem ou reestruturarem as suas actividades. Estas insuficiências e condicionalismos reflectem-se num aumento dos custos e numa diminuição das remunerações, que são suportados pelos investidores nos fundos. De acordo com estudos independentes, uma redução dos custos de exploração dos fundos europeus que os aproximassem dos níveis de custos nos EUA aumentaria em 3 % as remunerações nominais dos investimentos³. As medidas previstas no presente Livro Branco são potencialmente importantes para os milhões de famílias que investiram

³ CRA (2006)

em fundos. Para que os seus benefícios cheguem aos investidores finais, é necessário que se verifique uma concorrência efectiva ao longo de toda a cadeia de valor do fundo.

Enfrentar desafios mais vastos

O actual enquadramento da UE confronta-se com novos desafios em termos de âmbito e abordagem:

- (1) **Distância crescente entre o sector dos OICVM e realidade do mercado** - Muitos fundos dirigidos aos pequenos investidores não podem assegurar o cumprimento das regras de investimento prescritivas da directiva: estão disponíveis para os pequenos investidores a nível nacional, mas não numa base transfronteiras. A directiva já foi alterada uma vez, por forma a cobrir um leque mais amplo de políticas de investimento. A Comissão está actualmente a analisar se um leque mais amplo de políticas de investimento é compatível com as disposições da directiva. Contudo, a inovação que se verifica continuamente obriga a um reexame permanente desta questão. O Livro Branco prevê uma revisão sistemática das regras de investimento e do desempenho dos fundos, aplicáveis quer a fundos harmonizados, quer a fundos não harmonizados.
- (2) **Papel de primeira linha das sociedades de gestão dos fundos de investimento na disponibilização aos cidadãos de opções de poupança para a reforma** - Os fundos de investimento proporcionam um instrumento sólido para acumular capital ao longo da vida activa. O desafio é agora transformar essas poupanças num rendimento previsível e seguro para os investidores reformados. A corrida para desenvolver estes produtos já começou.
- (3) **Concorrência de outras formas de produtos financeiros** - Muitos profissionais do mercado argumentam que é mais caro e restritivo gerir um fundo OICVM do que vender outros tipos de produtos de investimento - como seguros de vida (associados a unidades de participação) ou promissórias e certificados estruturados. Dadas as diferenças em termos de regulamentação e das características dos produtos, esta comparação não tem sentido. Para a Comissão, a resposta não passa pela extensão da regulamentação tipo OICVM a todos os instrumentos de poupança de longo prazo, mas antes por um empenhamento regulamentar constante que garanta que a venda de todos os produtos de investimento está sujeita a regras claras que protegem os investidores de encargos excessivos ou de vendas abusivas. A Comissão publicará o resultado de um estudo de mercado sobre este assunto em meados de 2007.
- (4) **Concorrência mundial** - A autorização dos OICVM é reconhecida em todo o mundo enquanto garantia de uma estruturação adequada dos produtos e de uma regulamentação eficaz. Um sector europeu dos fundos de investimento inovador e solidamente regulamentado já está a exportar as suas competências para outras regiões. No entanto, começa a fazer sentir-se a concorrência de fundos cobertos por outros ordenamentos jurídicos. Serão necessários esforços constantes para permanecer na vanguarda mundial.

Desenvolver o enquadramento existente

O presente Livro Branco prevê um desenvolvimento progressivo do enquadramento existente, propondo a sua modernização e complemento em algumas áreas específicas e identificadas, nomeadamente através da supressão de procedimentos e custos que não aumentam significativamente a protecção dos investidores. Embora reconhecendo que o âmbito e a estrutura da directiva em vigor poderão não ser os mais adequados, conclui que, fazendo um balanço, não existem motivos suficientes para proceder a uma revisão de fundo da mesma nesta fase. Em vez disso, preconiza uma análise estruturada da necessidade de introduzir alterações no âmbito e na abordagem regulamentar da directiva à medida que as características do mercado dos fundos evoluem.

O Livro Branco prevê a tomadas de medidas com vista a:

- (1) Reforçar as liberdades do mercado único, permitindo assim ao sector dos fundos de investimento servir mais eficientemente os investidores europeus e mundiais;
- (2) Assegurar que os investidores possam tomar decisões de investimento esclarecidas e contar com a assistência especializada e objectiva de intermediários qualificados;
- (3) Avaliar se deveria ser criado um enquadramento relativo ao mercado único para permitir a venda transfronteiras de certos tipos não OICVM a pequenos investidores e de que forma tal poderá ser mais eficazmente feito;
- (4) Dar início aos trabalhos sobre um regime europeu de «investimento privado» para facilitar a venda de fundos e instrumentos financeiros não harmonizados a investidores institucionais e sofisticados noutros Estados-Membros.

O presente Livro Branco foi elaborado com base em consultas e debates alargados com consumidores, profissionais do sector e responsáveis políticos, realizados ao longo de dois anos. Assenta em respostas ao Livro Verde da Comissão de Julho de 2005⁴, em três relatórios de grupos de peritos do sector especialmente criados para o efeito e nas respostas dos interessados⁵, bem como numa série de iniciativas pontuais, incluindo duas sessões de trabalho sobre o prospecto simplificado. Além disso, responde directamente às importantes questões levantadas no relatório do Parlamento Europeu. As medidas propostas no presente Livro Branco foram ainda objecto de uma rigorosa avaliação de impacto.

⁴ COM(2005) 314 final de 14 de Julho de 2005

⁵ Relatórios do grupo de peritos sobre a eficiência do mercado dos fundos de investimento e do grupo de peritos sobre investimentos alternativos (fundos de retorno absoluto - *hedge funds* e fundos de capitais não abertos à subscrição pública). Os relatórios e as conclusões de uma audição pública relativa a estes relatórios encontram-se disponíveis em: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/

1. APOIAR UM SECTOR EUROPEU DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MAIS EFICIENTE

Em Julho de 2005, o Livro Verde da Comissão identificou os seguintes problemas no quadro legislativo em vigor:

- Estrangulamentos e falhas a nível do passaporte para os produtos - Os procedimentos para a comercialização transfronteiras são demasiado longos, demasiado onerosos e estão sujeitos a uma interferência excessiva das autoridades de supervisão.
- Informação insuficiente dos investidores - O prospecto simplificado não ajuda os investidores ou os seus consultores a tomarem decisões de investimento sólidas.
- Proliferação de fundos ineficientes de reduzida dimensão - A directiva não estabelece mecanismos para facilitar o agrupamento dos fundos ou a gestão conjunta de activos. O mercado europeu de fundos caracteriza-se por fundos pequenos e relativamente caros, o que conduz a um agravamento dos custos.
- Obstáculos à especialização funcional e geográfica - A directiva exige a concentração de todas as actividades da cadeia de valor num Estado-Membro: apenas o fundo pode beneficiar de um passaporte. Estas restrições legislativas impedem o sector dos fundos de investimento de aproveitar plenamente todos os benefícios geográficos e de especialização proporcionados pelo mercado único.

Os serviços da Comissão examinaram estas ineficiências que afectam o lado da oferta e avaliaram os impactos positivos e negativos das várias opções com vista à sua eliminação. De acordo com a avaliação de impacto, a tomada de medidas em determinadas áreas terá claramente benefícios que excedem os seus custos ou riscos. Igualmente de acordo com a avaliação, existem poucos elementos susceptíveis de justificarem outras medidas. Na presente secção, são apresentados os pontos em relação aos quais a Comissão tenciona avançar rapidamente com propostas de alteração da directiva existente. Algumas das liberdades propostas são complementares, proporcionando aos gestores e administradores de fundos um leque de opções para aproveitarem o aumento de eficiência proporcionado pelo mercado único através de alguns modelos de actividade (*business models*).

1.1. Eliminação dos obstáculos administrativos à comercialização transfronteiras

Para que um fundo possa ser comercializado noutro Estado-Membro, a Directiva OICVM exige que a sociedade de gestão do fundo apresente documentação pormenorizada à autoridade local competente e aguarde dois meses enquanto esta última verifica o cumprimento das regras locais de publicidade. O prazo de dois meses nem sempre é respeitado. Foram comunicados casos em que o processo de notificação demorou oito a nove meses. O presente sistema de notificação tem poucos benefícios identificáveis. Para além de constituir um simples ónus para os operadores do mercado, dificulta seriamente o lançamento de novos produtos no mercado único.

Foram empreendidos esforços substanciais para eliminar as principais fontes de fricção administrativa, que culminaram com a adopção de orientações pelo CARMEVM⁶ em Junho de 2006. Contudo, apesar da sua importância, estas melhorias não são suficientes para superar os obstáculos administrativos e processuais com origem em disposições desactualizadas da directiva.

A Comissão irá apresentar propostas de alteração dos artigos 44.º a 47.º da directiva. Os procedimentos administrativos existentes a seguir antes de comercializar um fundo noutra Estado-Membro - nomeadamente a verificação pormenorizada *ex-ante* da documentação relativa ao fundo pela autoridade do país de acolhimento e o actual período máximo de espera de 2 meses - serão revistos. Os intercâmbios de documentação e outros serão feitos entre autoridades responsáveis pela regulamentação. Serão introduzidos mecanismos de cooperação em matéria de supervisão para assegurar a rápida resolução dos problemas identificados. As autoridades de supervisão do país de acolhimento devem concentrar o cumprimento das regras locais de comercialização e de publicidade nos intermediários directamente responsáveis por essas actividades no ordenamento jurídico do país de acolhimento e não na sociedade de gestão do fundo do país parceiro.

1.2. Simplificação das fusões de fundos a nível transfronteiras

Muitos dos fundos do mercado dos OICVM são subdimensionados: cerca de 54 % dos fundos OICVM gerem menos de 50 milhões de euros de activos. Existem, assim, importantes economias de escala que ainda não foram exploradas, fazendo com que o investidor final suporte custos desnecessariamente elevados. Os resultados dos estudos apontam para uma possível diminuição anual dos custos da ordem dos 5 a 6 mil milhões de euros.

Na ausência de um enquadramento da UE propício, as fusões de fundos são, se possíveis, complexas, demoradas e caras. As fusões de fundos transfronteiras confrontam-se com obstáculos específicos, decorrentes de diferenças entre os quadros legislativo e de supervisão nacionais. Em 2005, apenas 3,5 % das fusões foram feitas a nível transfronteiras. As fusões de fundos transfronteiras não deveriam ter consequências fiscais adversas para os investidores. Muitos Estados-Membros já dispõem de regimes fiscais que asseguram um tratamento fiscal vantajoso das fusões entre fundos nacionais. É essencial garantir que as fusões que envolvem fundos de outro Estado-Membro também beneficiem destas vantagens.

A Comissão irá propor aditamentos à Directiva OICVM para criar as condições jurídicas e regulamentares adequadas para a fusão de fundos. Estas disposições assegurarão que as fusões de fundos tenham plenamente em conta as necessidades dos investidores nos fundos objecto de fusão. Em particular, será necessário garantir a informação prévia efectiva sobre a fusão e proporcionar aos participantes a possibilidade de resgatarem gratuitamente as suas unidades de participação.

Quanto à tributação das fusões transfronteiras de OICVM⁷, a Comissão considera

⁶ Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários

⁷ A maioria dos OICVM não são abrangidos pela Directiva relativa ao regime fiscal aplicável às fusões (Directiva 90/434/CEE do Conselho)

preferível inspirar-se na jurisprudência relevante do Tribunal de Justiça Europeu. Esta via parece mais promissora do que a apresentação de propostas de harmonização fiscal que exigirão o apoio unânime dos 27 Estados-Membros. Com base na jurisprudência do Tribunal de Justiça Europeu, a Comissão irá apresentar uma comunicação para clarificar o facto de as disposições neutras em termos fiscais deverem ser alargadas às fusões que envolvem fundos estabelecidos noutra Estado-Membro.

1.3. Agrupamento de activos⁸

O agrupamento de activos permite a gestão simultânea de activos reunidos por vários fundos, mantendo simultaneamente uma presença local dos fundos em diferentes mercados-alvo. As competências e os custos de equipas de gestão bem sucedidas podem assim ser repartidos por um maior conjunto de activos. Para além da sua relevância para os fundos de investimento, estas técnicas também constituem um modelo possível para os fundos de pensões. O agrupamento é cada vez mais utilizado em alguns Estados-Membros. Existem, contudo, obstáculos significativos ao agrupamento transfronteiras de activos.

O agrupamento numa entidade (*entity pooling*) constitui uma abordagem técnica e juridicamente simples do agrupamento de activos. Actualmente, esta abordagem é excluída pelos requisitos de diversificação da Directiva OICVM. Contudo, determinadas estruturas de agrupamento numa entidade (por exemplo, *master-feeders*) beneficiam de um forte apoio e assentam numa larga experiência. Uma segunda abordagem, conhecida como agrupamento virtual (*virtual pooling*), não exige a transferência jurídica dos activos para um fundo receptor, mas acarreta exigências consideráveis a nível das funções de administração de fundos e de processamento administrativo. Certas autoridades responsáveis pela regulamentação têm reservas quanto a esta técnica relativamente nova e não testada, particularmente no que respeita à transparência e à execução dos contratos, mas igualmente à solidez das TI e dos controlos de gestão dos riscos.

A Comissão irá propor alterações às regras de diversificação e a outras disposições da directiva a fim de permitir uma abordagem alargada do agrupamento numa entidade. Ao preparar a legislação, a Comissão irá igualmente aprofundar a questão da solidez das técnicas de agrupamento virtual e a necessidade de introdução de alterações na directiva para proporcionar segurança jurídica e criar condições para uma gestão e supervisão eficazes deste tipo de estruturas.

⁸ O agrupamento de activos refere-se à reunião de activos de diferentes fundos de investimento num agrupamento único com vista à sua gestão conjunta, o que proporciona vantagens em termos de escala e de liquidez, bem como outros benefícios comerciais. O agrupamento pode assumir a forma de um agrupamento numa entidade, em que os activos dos fundos participantes são agrupados numa entidade jurídica distinta. As estruturas *master-feeder* são uma forma de agrupamento numa entidade na qual os fundos de origem (*feeder funds*) transferem todos os activos recebidos para o fundo global (*master fund*). O agrupamento virtual utiliza as tecnologias da informação para reunir os activos de fundos participantes como se se tratasse de um agrupamento subjacente, mas sem que esse agrupamento constitua uma entidade jurídica.

1.4. Passaporte das sociedades de gestão

Actualmente, os grupos de gestão devem criar uma sociedade de gestão plenamente operacional em cada país em que estabeleçam um fundo. Para tal, necessitam de satisfazer requisitos locais substanciais e onerosos, o que agrava os custos, impede a obtenção de economias de escala e impossibilita a especialização. A alteração de 2001 não conseguiu introduzir um passaporte eficaz para as sociedades de gestão quanto a fundos que constituem uma sociedade. Chegou a altura de completar este trabalho inacabado e de alargar os direitos previstos aos fundos contratuais. A Comissão está segura de que é possível encontrar soluções que satisfaçam as preocupações suscitadas pela separação das responsabilidades pela supervisão da administração dos fundos e pela supervisão da gestão dos fundos. Será necessário analisar com atenção o âmbito dos serviços de gestão que poderão beneficiar de um passaporte, por forma a garantir que o passaporte das sociedades de gestão não dificulte uma estruturação eficiente da cadeia do fundo do ponto de vista fiscal. O passaporte das sociedades de gestão não deve tornar ineficaz o controlo exercido no país de estabelecimento, pois tal comprometeria a supervisão efectiva do fundo por parte do depositário, um dos pilares da protecção dos investidores ao abrigo da Directiva OICVM.

A Comissão irá propor alterações à directiva a fim de permitir que uma sociedade de gestão autorizada possa gerir fundos que constituem uma sociedade e fundos contratuais noutros Estados-Membros. O âmbito dos serviços que podem beneficiar de um passaporte deverá ser cuidadosamente analisado e validado durante a fase preparatória.

1.5. Reforço da cooperação em matéria de supervisão

A introdução das alterações acima referidas no enquadramento que rege os fundos de investimento no mercado único irá permitir operações, plataformas ou estruturas transfronteiras, eventualmente mais complexas em termos jurídicos e técnicos. Diferentes autoridades de execução poderão ser responsáveis por diferentes participantes na cadeia de valor reconstruída. A supervisão efectiva das estruturas e funções transfronteiras deverá apoiar-se numa cooperação plena e oportuna entre as autoridades nacionais competentes. Por exemplo, a desejada racionalização dos procedimentos de notificação dos fundos será acompanhada de disposições que obrigarão a autoridade do país de origem do fundo a dar efectivamente uma resposta atempada às dúvidas do país parceiro. Outras alterações, por exemplo relativas ao passaporte das sociedades de gestão, às estruturas de agrupamento e às fusões, irão exigir uma especificação clara das responsabilidades das várias autoridades de supervisão, bem como dos deveres das mesmas para com as suas homólogas. Isto reforçará a confiança na solidez das estruturas transfronteiras. A Comissão acredita que é possível estabelecer uma cooperação efectiva em matéria de supervisão no que se refere aos OICVM, a exemplo do que aconteceu noutros domínios sensíveis da aplicação de legislação relativa a valores mobiliários (por exemplo, abusos de mercado). O grupo de peritos do CARMEVM sobre gestão de investimentos já está a dar provas do seu valor enquanto rede eficaz que permite encontrar soluções pragmáticas para desafios comuns em matéria de supervisão.

A Comissão irá apresentar propostas com vista ao reforço das disposições da Directiva OICVM relativas às autoridades competentes e à cooperação em matéria de supervisão. As alterações inspirar-se-ão nas disposições relevantes da legislação mais recente no domínio dos valores mobiliários (por exemplo a Directiva relativa aos

mercados de instrumentos financeiros⁹ e a Directiva relativa ao prospecto). As autoridades responsáveis pela execução deverão proporcionar uma assistência atempada e, sempre que necessário, intervir em caso de dificuldades com origem no seu ordenamento jurídico. Os seus poderes em matéria de investigação e sanção de condutas inadequadas por parte de sociedades de gestão de fundos deverão ser equivalentes.

1.6. Melhorias da eficiência que não exigem alterações da directiva

- **Prazo rigoroso para a autorização no país de estabelecimento** - Não é raro ter de esperar seis semanas para obter a autorização de um OICVM, o que constitui uma desvantagem significativa para estes organismos quando comparados com outros produtos de investimento e valores mobiliários específicos. A Comissão convida, por conseguinte, as autoridades nacionais a acelerarem os processos de autorização de fundos. Para tal, não é necessária a intervenção do legislador da UE, bastando fazer funcionar a «concorrência entre sistemas». As autoridades nacionais interessadas no desenvolvimento de um sector nacional de fundos de investimento bem sucedido têm um incentivo claro para aplicar procedimentos de autorização eficientes e fiáveis.
- **Instruções para a realização de transacções e tratamento/liquidação de ordens relativas a fundos** - O tratamento das ordens relativas a fundos não acompanhou o crescimento do mercado, nem as mudanças nos sistemas de distribuição, caracterizando-se por maiores riscos operacionais, prazos mais longos para o tratamento e, inevitavelmente, custos mais elevados. No entanto, a origem destas ineficiências não reside na regulamentação ou na intervenção do sector público, mas sim na inércia do sector privado e nas dificuldades de coordenação da transição para tecnologias superiores ou para modelos de actividade (*business models*) mais eficientes. A Comissão convida o sector europeu dos fundos de investimento a desenvolver uma estratégia coerente para introduzir os melhoramentos necessários nestas funções.
- **Passaporte do depositário** - A liberdade de nomear um depositário noutro Estado-Membro não parece proporcionar vantagens significativas. Com efeito, as funções de depositário representam uma pequena proporção dos custos totais dos fundos e o seu significado foi praticamente esvaziado pelo recurso generalizado à delegação. Quaisquer benefícios marginais seriam consideravelmente contrariados pela dimensão dos ajustamentos que seria necessário introduzir na directiva para harmonizar as responsabilidades e as funções do depositário. A Comissão recomendará aos Estados-Membros que tomem determinadas medidas para eliminar obstáculos à escolha e flexibilidade na nomeação dos responsáveis pela custódia dos fundos. Em particular, a Comissão convidará os Estados-Membros a permitirem que sucursais bancárias autorizadas noutro Estado-Membro desempenhem funções de depositário e que os depositários deleguem a guarda de activos a um responsável pela custódia noutro Estado-Membro. A mais longo prazo, os serviços da Comissão continuarão a acompanhar o mercado de depositários, a fim de avaliar a necessidade de maior flexibilidade e/ou harmonização.

⁹ Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros

Nestas e outras áreas, a Comissão convida os Estados-Membros a reverem as suas práticas no que se refere à autorização e à supervisão dos fundos, a fim de identificarem oportunidades para introduzir melhoramentos numa base unilateral, tendo em conta as «melhores práticas» verificadas na UE. Embora o sucesso e o dinamismo do sector dos fundos de investimento estejam, em parte, dependentes de progressos a nível da UE, há muitas medidas que os Estados-Membros podem tomar individualmente para melhorar as suas condições internas de funcionamento dos fundos de investimento.

2. GARANTIR QUE O MERCADO ÚNICO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO BENEFICIE O INVESTIDOR FINAL

A redução de custos e as novas oportunidades de mercado de que beneficia o sector devem traduzir-se em benefícios reais para o investidor final, sob a forma de redução de encargos ou de aumento de remunerações, mas também do acesso aos avanços permanentes do desempenho dos produtos. Para tal, o sector deverá estar sujeito a uma disciplina rigorosa quanto ao lado da procura, bem como a uma concorrência intensa em todo o mercado único. Os investidores deverão ter à sua disposição informações compreensíveis e fiáveis que lhes permitam seleccionar os produtos competitivos que oferecem as combinações risco-remuneração mais interessantes. Além disso, deverão poder contar com a qualidade e a objectividade dos serviços prestados pelos consultores e intermediários financeiros que lhes vendem fundos de investimento. São necessários progressos a estes dois níveis.

2.1. Prospecto simplificado

O prospecto simplificado destinava-se a fornecer aos investidores e intermediários informações básicas sobre os riscos possíveis e os encargos associados a um determinado produto e sobre os resultados esperados do mesmo. Contudo, na prática, não funcionou. Na maioria dos casos, o documento é demasiado longo e a sua compreensão não está ao alcance dos leitores a que se destina. O prospecto foi vítima de divergências de aplicação e de sobre-regulamentação pelas autoridades nacionais: a recomendação relevante da Comissão¹⁰ foi mais frequentemente desrespeitada do que seguida. O resultado é uma quantidade considerável de papelada de utilidade limitada para os investidores, mas que representa gastos gerais consideráveis para o sector dos fundos de investimento.

Apesar destas deficiências, a procura de documentos de informação normalizados e acessíveis sobre fundos de investimento é grande. É necessário encetar esforços para reformular o prospecto simplificado por forma a que este apresente uma curta descrição dos encargos, dos riscos e do desempenho esperado e que seja compreensível e relevante para o investidor final. O prospecto deve conter as mesmas informações básicas para todos os OICVM, independentemente do seu local de estabelecimento na UE. Torna-se necessário alterar as disposições da directiva em vigor para melhor especificar a sua fundamentação e os princípios de base, bem como para permitir a adopção de legislação de execução que exprima de modo juridicamente vinculativo e uniforme esses princípios. Este trabalho poderá servir como referência para a elaboração de documentação de

¹⁰

Recomendação 2004/384/CE da Comissão, de 27 de Abril de 2004, relativa a alguns elementos do conteúdo do prospecto simplificado previsto no Esquema C do Anexo I da Directiva 85/611/CEE do Conselho

informação eficaz e acessível sobre os riscos e custos de outros produtos de investimento, como os seguros de vida associados a unidades de participação.

As falhas do prospecto simplificado são demasiado significativas para esperar pela alteração da directiva, devendo ser adoptadas medidas práticas com efeito imediato com vista à sua correcção. No contexto de seminários recentes, foram identificados os aspectos do prospecto simplificado que necessitam de ser aperfeiçoados. A Comissão procurará codificar o reforço das informações em matéria de riscos, custos e desempenho através de uma revisão da sua recomendação sobre este assunto, baseando-se, para tal, em contribuições do CARMEVM e das autoridades nacionais. À medida que evoluir, o trabalho nesta área será testado junto dos investidores e intermediários, a fim de assegurar que constitui uma contribuição útil para a selecção dos investimentos. O seu teste adequado pelos consumidores e pelo mercado demorará algum tempo. Não obstante, espera-se que, até meados de 2008, possam ser apresentados melhoramentos não legislativos, aos quais será atribuído um estatuto juridicamente vinculativo na sequência da entrada em vigor das alterações da directiva.

É necessária uma abordagem a dois níveis. A própria directiva deve ser alterada a fim de clarificar os objectivos e os princípios orientadores fundamentais do prospecto simplificado e, igualmente, de permitir a adopção de medidas de execução juridicamente vinculativas que expressem eficaz e uniformemente esses princípios. Antes da entrada em vigor da directiva alterada, a Comissão irá reexaminar a sua recomendação para melhorar as informações em matéria de riscos, custos e desempenho. Este trabalho será empreendido em estreita colaboração com os Estados-Membros e cuidadosamente testado junto dos investidores, dos distribuidores e do sector.

2.2. Sistemas de distribuição: colocar os interesses dos investidores em primeiro lugar

É necessário que os sistemas de distribuição, que fazem corresponder a procura dos investidores com a oferta de fundos, funcionem eficientemente. Os produtos assegurados pelos sistemas de distribuição devem satisfazer as necessidades dos investidores individuais em termos concorrenciais. Presentemente, a distribuição dos fundos representa o componente de custos mais importante do sector dos fundos de investimento, oscilando entre 46 % dos custos totais em França e 75 % na Itália.

Está-se a intensificar a passagem de sistemas de distribuição fechados para estruturas abertas ou orientadas – em que os intermediários oferecem uma gama de produtos de terceiros. Esta mudança pode ser muito vantajosa para os investidores se os fundos de terceiros forem seleccionados com base em considerações objectivas, como os custos ou o desempenho esperado. A selecção dos fundos não deve ser influenciada por considerações, como o nível das comissões pagas pelos promotores dos fundos aos distribuidores. Presentemente, as sociedades de gestão de fundos pagam, em média, 50% da sua comissão de gestão a um distribuidor terceiro. É necessário analisar se essas comissões constituem o pagamento dos serviços pré/pós-venda prestados aos clientes. Os conflitos de interesse e os incentivos devem ser correctamente geridos ou divulgados: os intermediários devem assegurar de modo diligente as suas obrigações em matéria de precaução para com os pequenos investidores. A Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros proporciona os meios para gerir estes aspectos. As suas medidas

de execução estipulam que os incentivos devem ser comunicados e que apenas podem ser fornecidos se forem no interesse do cliente.

Em termos globais, a Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros deve contribuir para garantir a qualidade do apoio fornecido pelos consultores, corretores e outros intermediários aos clientes que projectam investir em fundos de investimento. As sociedades de investimento que vendem fundos passarão a ter uma responsabilidade acrescida no que se refere à adequação do produto ao cliente individual e à devida informação deste sobre quaisquer advertências sobre os riscos relacionadas com produtos específicos.

A Comissão controlará cuidadosamente a aplicação das disposições da Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros no que se refere às regras deontológicas e aos incentivos no contexto de vendas de fundos com intermediários. Os serviços da Comissão publicarão um *vade-mécum* para consolidar a aplicação efectiva destas disposições, a fim de assegurar aos investidores uma intermediação objectiva e profissional.

3. SOLUÇÕES A NÍVEL DO MERCADO ÚNICO PARA FUNDOS NÃO HARMONIZADOS DIRIGIDOS AOS PEQUENOS INVESTIDORES?

O enquadramento dos OICVM já não cobre o leque de fundos de investimento que pode ser comercializado junto dos pequenos investidores ao abrigo de regimes nacionais fragmentados. Certas categorias de fundos de investimento não são compatíveis com os OICVM em virtude de determinados aspectos da sua política de investimento ou da sua estrutura. Isto não obsta a que, a nível nacional, usufruam de um acesso generalizado por parte dos pequenos investidores, sujeitas a diferentes de regulamentação dos produtos e da distribuição. A ausência de passaporte é uma fonte de frustração para produtos dirigidos aos pequenos investidores com uma longa existência, como os fundos imobiliários abertos (150 mil milhões de euros em activos sob gestão na UE), que poderiam beneficiar com uma disponibilização junto de uma base pan-europeia de investidores. Cada vez mais, os investidores têm à sua disposição fundos não harmonizados, sujeitos a condições e restrições variáveis e através de diferentes métodos de distribuição.

A Comissão estima que os activos geridos pelo sector não harmonizado e orientado para os pequenos investidores, representam, aproximadamente, 10 % do total dos activos geridos. Este segmento do sector dos fundos de investimento não dispõe de um enquadramento formal que sirva de base às vendas transfronteiras dirigidas aos pequenos investidores. Convém criar um tal enquadramento? Antes de responder afirmativamente a esta pergunta, é necessário clarificar os seguintes aspectos:

- (1) As características de risco e de desempenho dos fundos em causa permitem que sejam, em geral, adequados para venda a pequenos investidores sem aconselhamento?
- (2) O estabelecimento de um mecanismo de passaporte terá benefícios reais e concretos para os sectores envolvidos, os investidores e o mercado em geral, tendo em conta os custos adicionais em termos de regulamentação e as outras

implicações relacionadas com o estabelecimento de tal mecanismo? No contexto desta reflexão, deverá igualmente avaliar-se se o estabelecimento de um enquadramento relativo ao mercado único é uma opção realista e prática, tendo em conta a variedade de estratégias de comercialização, de categorias de activos e de engenharia financeira e as grandes divergências a nível de culturas de investimento entre Estados-Membros.

- (3) Se for necessário um enquadramento relativo ao mercado único adequado, como é que este pode ser assegurado de modo mais eficaz?
- (a) Uma das soluções legislativas possíveis passa pelo alargamento adicional do âmbito do actual quadro OICVM. No entanto, as disposições OICVM relativas à estrutura dos fundos e à política de investimento poderão ter de ser amplamente reformuladas, privilegiando normas assentes em princípios, por forma a ter em conta outras categorias de fundos não harmonizados. Estas alterações não podem ser empreendidas sem uma avaliação cuidadosa do risco de diluição de salvaguardas fundamentais em matéria de protecção dos investidores e dos eventuais impactos para o mercado alargado dos OICVM. A redefinição do âmbito e a reformulação da Directiva OICVM, necessárias para ter em conta outras categorias de fundos não harmonizados, teriam benefícios líquidos importantes e, simultaneamente, permitiriam níveis elevados de protecção dos investidores?
- (b) Será possível introduzir regimes específicos por produto paralelamente à Directiva OICVM? Esta abordagem poderá levar à fragmentação do enquadramento regulamentar produto-a-produto, conduzindo a distorções do mercado e à arbitragem regulamentar. Além disso, poderia implicar um ajustamento constante do enquadramento jurídico à medida que fossem surgindo novas políticas de investimento.

Dada a incerteza quanto aos impactos prováveis ou à melhor solução, a Comissão crê que ainda não chegou o momento adequado para apresentar iniciativas legislativas com vista à integração dos mercados de determinados fundos não harmonizados. A Comissão irá contudo efectuar uma análise sistemática destas questões, incluindo consultas de profissionais e peritos nos domínios relevantes, dando prioridade aos fundos imobiliários, a propósito dos quais criará um grupo de peritos, para, em 2008, tomar uma decisão sólida e assente na experiência adquirida.

A Comissão irá estudar os custos, benefícios e riscos prováveis do estabelecimento de um enquadramento adequado relativo ao mercado único para os produtos não harmonizados dirigidos aos pequenos investidores, bem como a adequação destes produtos à sua comercialização transfronteiras junto dos investidores. No caso de os estudos aprofundados e a contribuição do sector, investidores e autoridades responsáveis pela regulamentação apontarem claramente para o desenvolvimento de soluções a nível do mercado único para certos produtos não harmonizados, a Comissão analisará as opções disponíveis e a natureza das alterações eventualmente necessárias ao enquadramento OICVM. A Comissão informará o Conselho e o Parlamento sobre as conclusões desta avaliação em 2008.

4. COMERCIALIZAÇÃO E VENDA DE PRODUTOS A «INVESTIDORES SOFISTICADOS»

Também existem fundos não OICVM geralmente considerados mais apropriados para investidores institucionais e outros investidores sofisticados capazes de determinarem as suas próprias decisões de investimento. Os exemplos incluem fundos de capitais não abertos à subscrição pública e uma grande parte do investimento em fundos de retorno absoluto (*hedge funds*). Trata-se de casos típicos de produtos de investimento em que existe uma probabilidade relativamente elevada de resultados muito desfavoráveis. Pode também tratar-se de produtos que impliquem novas formas de risco (por exemplo, dificuldades na avaliação dos activos).

Não há uma abordagem europeia comum que permita distinguir entre produtos adequados aos pequenos investidores e produtos que devem continuar a constituir uma aplicação privilegiada de investidores sofisticados. A experiência a nível nacional mostrou que não existe uma base inteiramente satisfatória para estabelecer uma distinção rígida. A noção de produto seguro adequado ao pequeno investidor evolui com o tempo, à medida que se desenvolvem novas categorias de activos e as características dos riscos se tornam mais compreensíveis.

A Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros substitui restrições rigorosas em matéria de venda de determinados instrumentos a determinadas categorias de investidores por um sistema que atribui à sociedade de investimento a responsabilidade de verificar, cliente a cliente, a adequação de um investimento específico. Para muitos Estados-Membros, isto irá representar uma nova abordagem da protecção dos investidores. As autoridades responsáveis pela execução terão de empreender esforços significativos a fim de assegurar que as sociedades de investimento percebem o que se espera delas. A aplicação desta abordagem será cuidadosamente acompanhada por forma a garantir que as sociedades de investimento em toda a Europa executam rigorosamente estes controlos. Os serviços da Comissão, em estreita colaboração com as autoridades nacionais, examinarão os tipos de restrições à comercialização e venda que é necessário suprimir no contexto da passagem para regras deontológicas definidas a nível da sociedade de investimento. Neste processo, será prestada particular atenção à comercialização e venda de fundos não harmonizados implicando uma probabilidade relativamente elevada de resultados de investimento muito desfavoráveis.

A par deste processo, a Comissão estabelecerá um inventário das regras e restrições nacionais que dificultam a «oferta privada» de fundos e de outros instrumentos financeiros a investidores institucionais e outras contrapartes elegíveis. Não existem motivos imperativos de protecção dos investidores que obriguem as autoridades responsáveis pela regulamentação nacionais a intervirem em transacções financeiras que envolvam investidores profissionais que percebem os riscos associados a um investimento. A Comissão agirá assim com vista à liberalização das transacções transfronteiras entre contrapartes designadas, desde que estas se situem dentro dos limites de um regime de **«investimento privado»** comum. A Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros e a Directiva relativa ao prospecto fornecem alguns dos elementos fundamentais deste regime, prevendo a não aplicabilidade das regras deontológicas e das restrições de venda a determinadas transacções. Para completar o quadro, será necessário suprimir obstáculos residuais com origem em regras nacionais relativas à aprovação de produtos. No parecer da Comissão, estas medidas podem

contribuir significativamente para o aprofundamento dos mercados europeus de produtos institucionais, como os fundos de capitais não abertos à subscrição pública. Com base numa análise sistemática destas regras, em que participam o CARMEVM e o recentemente criado Grupo Europeu de Peritos de Valores Mobiliários, no Outono de 2007, a Comissão informará o Conselho e o Parlamento sobre os meios mais eficazes para estabelecer uma abordagem comum relativa ao investimento privado.

Em colaboração com o CARMEVM e as autoridades nacionais, os serviços da Comissão irão estudar os tipos de restrições à comercialização e venda que devem ser suprimidos, em favor de um sistema que assente na atribuição às sociedades de investimento da responsabilidade pela venda de produtos aos clientes individuais.

Enquanto parte desse processo, a Comissão e o CARMEVM irão fazer um inventário e uma análise sistemáticos dos obstáculos nacionais ao «investimento privado» em instrumentos financeiros por investidores institucionais e outras contrapartes elegíveis. No Outono de 2007, a Comissão informará o Conselho e o Parlamento sobre as medidas necessárias para o estabelecimento efectivo de um regime comum de investimento privado.

5. CONCLUSÕES

Os fundos de investimento constituem um pilar importante e bem alicerçado do sistema financeiro europeu, cuja importância deverá aumentar com a sua utilização pelos investidores europeus enquanto meio para garantir uma reforma próspera. Um ambiente regulamentar sólido e eficiente é uma condição prévia para que os mercados europeus de fundos de investimento se continuem a desenvolver com êxito.

O presente Livro Branco identifica um conjunto de medidas concebidas para simplificar as condições operacionais dos fundos de investimento, nomeadamente através da racionalização dos procedimentos de notificação pesados e do prospecto simplificado. A aplicação destas medidas criará novas oportunidades para os operadores transfronteiras, sem impor custos adicionais significativos aos outros participantes do sector. Além disso, o Livro Branco considera necessário equipar os investidores com instrumentos mais adequados que lhes permitam tomar decisões esclarecidas e garantir a objectividade e a imparcialidade da assistência que lhes é prestada pelos distribuidores de fundos. Este conjunto de medidas representa um programa cuidadosamente elaborado, que tem importância imediata para o sector europeu dos fundos de investimento e respectivos investidores.

A importância crescente deste sector torna necessário consagrar uma atenção permanente à modernização e ao desenvolvimento do quadro legislativo da UE. É provável que as alterações previstas à Directiva OICVM não constituam a última palavra. A UE e as autoridades nacionais continuam a confrontar-se com questões complexas quanto ao âmbito e à estrutura do quadro legislativo europeu dos fundos de investimento, suscitadas por inovações recentes em matéria de técnicas e produtos de investimento. Em vez de tirar conclusões precipitadas, o presente Livro Branco propõe um exame mais cuidadoso destas questões, por forma a permitir um debate político mais informado à medida que estes novos produtos e categorias de activos se desenvolvem.

– **Anexo 1: Lista de acções no seguimento do Livro Branco**

A. Proposta de alteração da Directiva 85/611

A Comissão irá propor ajustamentos e aditamentos específicos para: 1) simplificar os mecanismos de passaporte existentes e alargar as liberdades de que beneficiam os fundos OICVM e respectivas sociedades de gestão; 2) contribuir para um prospecto simplificado relevante e eficaz e 3) reforçar a cooperação em matéria de supervisão. As propostas de alterações legislativas serão apresentadas num único pacote, no Outono de 2007. Enquanto parte do seu compromisso em matéria de transparência, na Primavera de 2007, os serviços da Comissão levarão a cabo uma consulta aberta sobre as propostas previstas. Esta consulta constituirá igualmente uma oportunidade para uma análise minuciosa da relação custo/eficácia das medidas previstas. As disposições alteradas ou novas da directiva irão prever a utilização de legislação de execução pormenorizada para definir as modalidades de exercício dos direitos e obrigações. Isto proporcionará uma maior certeza jurídica e uniformidade na aplicação dos direitos e obrigações decorrentes da directiva, bem como uma maior flexibilidade na adaptação à evolução das circunstâncias do mercado e das necessidades dos investidores. Data prevista para a publicação da proposta da Comissão: Outono de 2007.

B. Acções não legislativas em apoio de melhoramentos do enquadramento relativo aos OICVM

– Comunicação, remetendo para a jurisprudência relevante do Tribunal de Justiça Europeu, para esclarecer que o tratamento fiscal nacional de ganhos de capital obtidos com a fusão de fundos estabelecidos localmente deve ser alargado a outras fusões que envolvam fundos de outros Estados Membros. Data prevista: princípio de 2008.

– Revisão da Recomendação da Comissão relativa ao prospecto simplificado, com base nas orientações do CARMEVM, em consultas e testes junto dos consumidores. Estes trabalhos serão empreendidos em paralelo com a alteração das disposições relevantes da directiva. Data prevista para o início dos trabalhos: princípio de 2007; data prevista para a sua conclusão: meados de 2008.

– Vade-mécum dos serviços da Comissão sobre a aplicação das disposições relevantes da Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros a investimentos colectivos / OICVM. Data prevista: Verão de 2007.

– Comunicação/recomendação sobre delegação das funções de custódia pelos depositários e a designação de sucursais bancárias da UE como depositários. Data prevista: princípio de 2008.

C. Fundos de investimento não harmonizados

– Análise da regulamentação nacional que rege o investimento em instrumentos financeiros, incluindo determinados fundos, por investidores sofisticados e primeira avaliação das opções com vista à criação de um regime europeu comum de investimento privado. Data prevista: Outono de 2007.

- Novos estudos sobre políticas de investimento quanto a fundos harmonizados e não harmonizados e sobre riscos associados e respectivo desempenho. Data prevista para a publicação dos resultados: finais de 2007.
- Criação de um grupo de peritos sobre fundos imobiliários abertos. Data prevista para a publicação do relatório: Outono de 2007.
- Relatório da Comissão ao Conselho e Parlamento avaliando a necessidade de desenvolver um enquadramento relativo ao mercado único para determinados fundos não harmonizados dirigidos aos pequenos investidores e opções possíveis nesse sentido. Data prevista: meados de 2008.