

## I

(Resoluções, recomendações e pareceres)

## RECOMENDAÇÕES

## COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÊMICO

## RECOMENDAÇÃO DO COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÊMICO

de 7 de dezembro de 2017

sobre os riscos de liquidez e de alavancagem nos fundos de investimento

(CERS/2017/6)

(2018/C 151/01)

O CONSELHO GERAL DO COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÊMICO,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia,

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

Tendo em conta a Decisão CERS/2011/1 do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 20 de janeiro de 2011, que adota o Regulamento Interno do Comité Europeu do Risco Sistémico <sup>(2)</sup>, nomeadamente os artigos 18.º a 20.º,

Considerando o seguinte:

- (1) O setor dos fundos de investimento registou um forte crescimento na última década, tanto na União como a nível mundial e, conseqüentemente, os fundos de investimento representam agora, em termos globais, uma componente maior dos mercados de títulos. O papel dos fundos de investimento na intermediação financeira deverá aumentar ainda mais num contexto de taxas de juros baixas e de restrições de balanço no setor bancário, a que se somam as alterações decorrentes do desenvolvimento da União dos Mercados de Capitais. As autoridades reguladoras acolheram favoravelmente este desenvolvimento, uma vez que a diversificação das fontes de financiamento pode contribuir para reforçar a eficiência e a resistência do sistema financeiro no seu todo.
- (2) Contudo, receia-se que o aumento da intermediação financeira nos fundos de investimento possa resultar no agravamento de uma eventual futura crise financeira. Os desajustamentos entre a liquidez e os perfis de resgate dos ativos dos fundos de investimento de tipo aberto podem dar origem a vendas forçadas para satisfazer pedidos de resgate efetuados em períodos de tensão no mercado. Tais vendas forçadas podem afetar outros participantes do mercado financeiro que detêm os mesmos ativos, ou ativos estreitamente correlacionados. Além disso, ao criar uma exposição excessiva dos ativos detidos pelo fundo de investimento, a alavancagem pode intensificar o impacto dos movimentos de mercado negativos. Para além destes canais de contágio indireto, os fundos de investimento podem propagar o risco através de interligações, por exemplo com os respetivos investidores, as quais constituem um canal de transmissão direta dos choques a outras instituições financeiras.
- (3) Os fundos de investimento também são sensíveis às alterações na dinâmica e estrutura do mercado. Num ambiente de taxas de juros baixas, por exemplo, a procura de uma maior rentabilidade pode levar a investir mais em ativos menos líquidos. Existe o risco de choques macroeconómicos, tais como a reversão dos prémios de risco, poderem levar a pedidos de resgate generalizados por parte dos investidores dos fundos de investimento. Este risco pode ser especialmente acentuado nos fundos de investimento que detenham uma grande proporção de ativos menos líquidos e com um elevado nível de alavancagem nas suas carteiras.

<sup>(1)</sup> JO L 331 de 15.12.2010, p. 1.

<sup>(2)</sup> JO C 58 de 24.2.2011, p. 4.

- (4) Além disso, se este risco não for gerido de forma adequada, alguns investidores podem tirar partido da «vantagem de ser o primeiro a agir», o que significa que os investidores que procedam a resgates antes, ou na fase inicial de uma situação de tensão no mercado, não suportam todo o impacto de uma tal situação de tensão no mercado, recaindo tal carga sobre os demais investidores.
- (5) O atual quadro legislativo da União inclui medidas concebidas para reduzir os efeitos amplificadores do setor dos fundos de investimento numa crise financeira, e reforçar a resistência dos fundos de investimento. Nele se incluem as Diretivas 2009/65/CE <sup>(1)</sup> e 2011/61/UE <sup>(2)</sup> do Parlamento Europeu e do Conselho.
- (6) Tanto a Diretiva 2009/65/CE como a Diretiva 2011/61/UE estabelecem requisitos em matéria de gestão de liquidez. Os fundos de investimento alternativos («FIA») estão obrigados a adotar políticas de resgate que sejam compatíveis com o perfil de liquidez da sua estratégia de investimento e a realizar testes de esforço regulares, tanto em condições de liquidez normais como em condições de liquidez excecionais. Os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários («OICVM») estão sujeitos a regras pormenorizadas em matéria de elegibilidade que regem os tipos de ativos em que podem investir e devem, sempre que oportuno, realizar testes de esforço.
- (7) Presentemente, e para fazer face aos riscos sistémicos relacionados com a alavancagem, as Diretivas 2009/65/CE e 2011/61/UE oferecem uma base jurídica que permite limitar a acumulação da alavancagem nos fundos de investimento. O artigo 51.º, n.º 3, da Diretiva 2009/65/CE sujeita as exposições dos OICVM aos instrumentos derivados a um limite de investimento, e o artigo 83.º, n.º 2, alínea a), da mesma Diretiva fixa o limite máximo de 10 % relativamente aos empréstimos temporários. O artigo 25.º, n.º 3, da Diretiva 2011/61/UE permite às autoridades nacionais competentes (ANC) impor limites de alavancagem ou outras restrições à gestão dos FIA. Acresce que o artigo 25.º, n.º 7, da Diretiva 2011/61/UE atribui à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) a tarefa de determinar se a alavancagem utilizada por um gestor de fundos de investimento alternativos («GFIA») ou por um grupo de GFIA constitui um risco considerável para a estabilidade e integridade do sistema financeiro, e que a ESMA pode emitir pareceres dirigidos às ANC especificando as medidas corretivas a tomar, incluindo a fixação de limites ao nível de alavancagem.
- (8) A atenuação do risco sistémico por via de regulamentação justifica a aplicação sistemática de padrões elevados no que diz respeito à capacidade dos gestores de fundos para gerir riscos em toda a União para garantir o seu efeito. Está demonstrado que o quadro regulamentar atual permite aos fundos de investimento uma gestão eficaz do risco a nível microprudencial. Porém, do ponto de vista macroprudencial, a eficácia do referido quadro encontra-se, em grande medida, por testar. A presente recomendação tem por objetivo combater os riscos sistémicos relacionados com os desajustamentos de liquidez e a utilização da alavancagem nos fundos de investimento, reforçando, desse modo, o quadro macroprudencial da União aplicável ao setor da gestão de ativos.
- (9) A Recomendação A destina-se a combater os riscos que podem surgir nas situações em que os gestores de fundos não dispõem de instrumentos adequados de gestão de liquidez, tais como comissões de resgate, restrições ao resgate, ou a faculdade de suspensão temporária dos resgates. Na falta de tais instrumentos, as pressões para efetuar resgates em períodos de declínio de preços dos ativos poderiam causar dificuldades de liquidez ao nível do sistema e agravar as quedas dos preços dos ativos, o que poderia comportar riscos para a estabilidade financeira. A disponibilidade de um conjunto diversificado de instrumentos de gestão de liquidez em todos os Estados-Membros aumentaria a capacidade dos gestores de fundos para lidar com as pressões de resgate em situações de dificuldades de liquidez no mercado. Além disso, a Recomendação A pede uma maior clarificação do regime de suspensão de resgates pelas ANC.
- (10) A Recomendação B destina-se a atenuar e prevenir os desajustamentos de excesso de liquidez nos FIA de tipo aberto. Alguns FIA de tipo aberto investem consideravelmente em ativos intrinsecamente menos líquidos. É o caso dos fundos de investimento que investem em imobiliário, títulos não cotados, empréstimos e outros ativos alternativos. É necessário que tais fundos de investimento demonstrem às ANC, durante e/ou após o processo de aprovação, que têm capacidade para manter a sua estratégia de investimento em condições de tensão no mercado.
- (11) A Recomendação C destina-se a promover práticas coerentes em matéria de testes de esforço de liquidez a nível dos fundos de investimento. Os testes de esforço são instrumentos que ajudam o gestor do fundo a identificar as potenciais fragilidades de uma estratégia de investimento, e a preparar o fundo de investimento para uma

<sup>(1)</sup> Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) (JO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

<sup>(2)</sup> Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010 (JO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

eventual crise. Se forem utilizados corretamente como instrumento de gestão do risco e de tomada de decisões, os testes de esforço reduzem o risco de liquidez ao nível do fundo de investimento, e contribuem para reduzir o mesmo risco ao nível do sistema financeiro. Espera-se que as orientações sobre as práticas em matéria de testes de esforço de liquidez dos gestores de fundos façam diminuir o risco de liquidez, tanto ao nível dos fundos de investimento, como ao nível do sistema, e reforcem a capacidade das entidades para gerir a liquidez no interesse dos investidores, evitando surpresas e as consequentes reações de emergência nos períodos em que a procura de resgate seja inesperadamente elevada.

- (12) A Recomendação D destina-se a estabelecer um quadro harmonizado para o reporte dos OICVM em toda a União. Embora muitos países da União imponham obrigações de reporte aos OICVM, as práticas de reporte diferem consideravelmente entre si em termos de frequência, dos OICVM abrangidos, e dos dados reportados. A falta de um regime de reporte harmonizado impede o controlo e a avaliação exaustiva da potencial contribuição dos OICVM para os riscos para a estabilidade financeira. Um quadro harmonizado para o reporte dos OICVM também reduzirá as ineficiências atuais de reporte tanto em relação às ANC como ao setor.
- (13) A Recomendação E destina-se a facilitar a implementação do artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE, que prevê um instrumento macroprudencial para limitar a alavancagem nos FIA. É necessário esclarecer a forma de utilização deste instrumento, mediante o desenvolvimento de uma abordagem comum que assegure uma utilização uniforme desse instrumento pelas ANC. Por conseguinte, deveriam ser elaboradas orientações sobre um quadro de avaliação dos riscos da alavancagem, assim como sobre a conceção, calibração e implementação dos limites de alavancagem.
- (14) Esta recomendação defende um quadro coerente para a gestão dos riscos sistémicos que podem surgir no setor dos fundos de investimento, ou ser propagados por este setor, mantendo simultaneamente as principais características de resgate que atraem os investidores para os investimentos de tipo aberto e facilitam o investimento coletivo.
- (15) A presente recomendação tem em conta iniciativas em curso internacionais e europeias em matéria de políticas macroprudenciais de redução dos riscos resultantes dos desajustamentos de liquidez e da alavancagem nos fundos de investimento e, em especial, o trabalho do Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board/FSB*) e da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (*International Organization of Securities Commissions/IOSCO*). Em 12 de janeiro de 2017, o FSB publicou recomendações para fazer face às vulnerabilidades estruturais das atividades de gestão de ativos que resultam dos desajustamentos de liquidez e da utilização da alavancagem nos fundos de investimento<sup>(1)</sup>. Para complementar o trabalho do FSB, a IOSCO foi incumbida de implementar as recomendações deste órgão. O processo encontra-se atualmente em curso.
- (16) Para implementar os elementos macroprudenciais do atual quadro regulamentar dos fundos de investimento, e para garantir que as ANC atuem de forma coerente, a presente Recomendação dirige-se parcialmente à ESMA, dado o papel de facilitação e de coordenação que esta desempenha.
- (17) Para colmatar outros riscos colocados pelos fundos de investimento, recomenda-se à Comissão Europeia que proponha medidas legislativas adicionais. Reconhece-se que a Comissão já incluiu na sua ordem de trabalhos revisões legislativas neste domínio. Estas revisões são uma oportunidade para abordar as questões macroprudenciais referidas nas recomendações.
- (18) As recomendações do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) são publicadas depois de o Conselho Geral ter informado o Conselho da União Europeia da sua intenção e de este ter tido a oportunidade de se pronunciar a esse respeito,

ADOTOU A PRESENTE RECOMENDAÇÃO:

#### SECÇÃO 1

#### RECOMENDAÇÕES

##### **Recomendação A – Instrumentos de gestão de liquidez relativos ao resgate**

1. Recomenda-se à Comissão que proponha a introdução, na legislação da União, de um quadro jurídico comum da União que regule a inclusão dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais na conceção dos fundos de investimento da União, independentemente do seu local de constituição, de forma a que a decisão sobre os instrumentos de gestão de liquidez adicionais a incluir nos documentos constitutivos dos fundos de investimento, ou em qualquer outra informação pré-contratual relativa a esses fundos, seja tomada individualmente por cada entidade gestora.

<sup>(1)</sup> Conselho de Estabilidade Financeira, «*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*» [Recomendações políticas para fazer face às vulnerabilidades estruturais das atividades de gestão de ativos], de janeiro de 2017.

2. Recomenda-se à Comissão que proponha que a legislação da União inclua novas disposições que especifiquem o papel das ANC quando exerçam os seus poderes de suspensão dos resgates em situações com implicações para a estabilidade financeira transfronteiras.
3. Recomenda-se à Comissão que proponha que a legislação da União defina o papel da ESMA no que se refere à coordenação, aconselhamento e facilitação, em termos genéricos, dos poderes das ANC para suspender resgates em situações com implicações para a estabilidade financeira transfronteiras, de harmonia com a Recomendação A, n.º 2.

#### **Recomendação B – Medidas adicionais para reduzir a probabilidade de desajustamentos de excesso de liquidez**

Recomenda-se à Comissão que proponha que a legislação da União inclua medidas que limitem a medida em que o recurso à transformação da liquidez nos FIA de tipo aberto pode contribuir para a acumulação dos riscos sistémicos, ou para o risco de perturbação dos mercados.

#### **Recomendação C – Testes de esforço**

Para promover a convergência da supervisão, recomenda-se à ESMA que elabore diretrizes sobre as práticas a seguir pelos gestores em matéria de testes de esforço do risco de liquidez em relação aos FIA e OICVM individuais.

#### **Recomendação D – Obrigações de reporte dos OICVM**

1. Recomenda-se à Comissão que proponha que a legislação da União obrigue os OICVM e as sociedades gestoras dos OICVM a reportar regularmente dados à autoridade competente, nomeadamente relativos ao risco de liquidez e à alavancagem, e a fornecer tais dados à ACN pertinente, se esta não for a autoridade competente para fins de reporte dos OICVM.
2. Recomenda-se à Comissão que proponha que os dados mencionados na Recomendação D, n.º 1, sejam reportados, no âmbito de um quadro de reporte e pelo menos trimestralmente, por uma percentagem suficientemente relevante, do ponto de vista da estabilidade financeira, de todos os OICVM e de todas as sociedades gestoras dos OICVM. No mínimo, uma percentagem representativa de todos os OICVM e de todas as sociedades gestoras dos OICVM deve reportar anualmente um subconjunto de dados que seja suficiente.
3. Recomenda-se à Comissão que proponha que as ANC disponibilizem os dados referidos na Recomendação D, n.º 1, às ANC de outros Estados-Membros relevantes, à ESMA e ao CERS.

#### **Recomendação E – Orientações sobre o artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE**

1. Recomenda-se à ESMA que forneça diretrizes sobre o quadro de avaliação da contribuição do uso da alavancagem no sector dos FIA para a acumulação do risco sistémico no sistema financeiro.
2. Recomenda-se à ESMA que forneça diretrizes sobre a conceção, calibração e implementação de limites de alavancagem macroprudenciais.
3. Recomenda-se à ESMA que forneça diretrizes sobre o modo como as ANC devem comunicar à ESMA, ao CERS e a outras ANC a sua intenção de implementar as medidas macroprudenciais previstas no artigo 25.º, n.º 3, da Diretiva 2011/61/UE.
4. Recomenda-se à ESMA que utilize a informação recebida das ANC nos termos do artigo 25.º, n.º 3, da Diretiva 2011/61/UE para comparar e partilhar conhecimentos com as autoridades macroprudenciais nacionais e com o CERS em matéria de práticas sobre a utilização dos limites de alavancagem e a imposição de outras restrições à gestão dos FIA.

### SECÇÃO 2

#### APLICAÇÃO

##### 1. Definições

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

- a) «Instrumentos de gestão de liquidez adicionais» (*additional liquidity management tools, a-LMT*), instrumentos que auxiliam os FIA de tipo aberto e os OICVM, bem como os seus gestores, a gerir de forma adequada e eficaz os pedidos de resgate em qualquer circunstância e, sobretudo, em condições de tensão no mercado. Estes instrumentos devem incluir medidas pós-evento, tais como suspensões de resgates ou resgates diferidos (restrições [gates]/prazos de pré-aviso prorrogáveis) e medidas de prevenção, tais como a afetação dos custos de negociação aos investidores que subscrevem ou resgatam (ajustamento do valor patrimonial líquido [swing pricing]/quotizações antidiluição [*anti-dilution levies*]);

- b) «Fundos de investimento alternativos» (FIA), os organismos de investimento colectivo na aceção do artigo 4.º, n.º 1, alínea a), da Diretiva 2011/61/UE;
  - c) «Gestores de fundos de investimento alternativos» (GFIA), o mesmo que no artigo 4.º, n.º 1, alínea b), sem prejuízo das exclusões estabelecidas no artigo 2.º, n.º 3, e das isenções estabelecidas no artigo 3.º, da Diretiva 2011/61/UE;
  - d) «GFIA de FIA de tipo aberto», os GFIA abrangidos pela categoria definida no artigo 1.º, n.º 2, do Regulamento Delegado (UE) n.º 694/2014 da Comissão <sup>(1)</sup>;
  - e) «Entidade gestora»: i) uma sociedade gestora na aceção do artigo 2.º, n.º 1, alínea b) da Diretiva 2009/65/CE; ii) um OICVM constituído como uma empresa de investimento que não designou uma sociedade gestora conforme previsto na Diretiva 2009/65/CE; iii) um GFIA na aceção do artigo 4.º, n.º 1, alínea b) da Diretiva 2011/61/UE; e iv) um FIA constituído como uma empresa de investimento que não designou um GFIA conforme previsto no artigo 5.º, n.º 1, alínea b) da Diretiva 2011/61/UE e que é gerido internamente;
  - f) «Efeito de alavanca», qualquer método pelo qual um fundo de investimento aumenta a sua posição em risco dos seus ativos, seja através da contração de empréstimos em numerário ou em valores, seja através do recurso ao efeito de alavanca de posições sobre derivados, seja por qualquer outro meio;
  - g) «Autoridade nacional competente» (ANC), a autoridade competente na aceção do artigo 2.º, n.º 1, alínea h), da Diretiva 2009/65/CE ou do artigo 4.º, n.º 1, alínea f) da Diretiva 2011/61/UE, conforme aplicável;
  - h) «Risco sistémico» o mesmo que no artigo 2.º, alínea c), do Regulamento (UE) n.º 1092/2010;
  - i) «Organismo de investimento coletivo em valores mobiliários» (OICVM), um organismo na aceção do artigo 1.º, n.º 2, da Diretiva 2009/65/CE que foi autorizado ao abrigo do artigo 5.º da referida diretiva;
  - j) «Sociedade gestora de OICVM», o mesmo que no artigo 2.º, n.º 1, alínea b), da Diretiva 2009/65/CE.
2. Os anexos I e II constituem parte integral da presente recomendação. Em caso de divergência entre o texto principal e os seus anexos, prevalece o texto principal.

## 2. Critérios de aplicação

1. A aplicação da presente recomendação rege-se pelos seguintes critérios:
- a) A Recomendação abrange FIA, GFIA, OICVM e empresas de gestão dos OICVM;
  - b) A arbitragem regulamentar deve ser evitada;
  - c) Deve prestar-se a devida atenção ao princípio da proporcionalidade, tendo em conta o objetivo e o conteúdo de cada recomendação;
  - d) Os critérios de observância estabelecidos no anexo I.
2. Os destinatários devem comunicar ao CERS e ao Conselho da União Europeia as medidas tomadas em resposta à presente recomendação, ou justificar adequadamente a sua omissão. Os relatórios devem conter, no mínimo:
- a) Informação sobre o conteúdo e calendário das medidas tomadas, incluindo, se for o caso, as ações tomadas em relação às autoridades de supervisão europeias;
  - b) A avaliação do funcionamento das medidas tomadas, levando em consideração os objetivos da presente recomendação;
  - c) A justificação pormenorizada de qualquer omissão ou derrogação à presente recomendação, incluindo os eventuais atrasos.

## 3. Calendário de implementação

Solicita-se aos destinatários que comuniquem ao CERS e ao Conselho da União Europeia as medidas tomadas em resposta à presente recomendação, ou que justifiquem adequadamente a sua omissão, de acordo com o calendário a seguir:

### 1. Recomendação A

Solicita-se à Comissão que envie ao CERS e ao Conselho um relatório sobre a aplicação das Recomendações A, n.º 1, A, n.º 2, e A, n.º 3 até 31 de dezembro de 2020.

<sup>(1)</sup> Regulamento Delegado (UE) n.º 694/2014 da Comissão, de 17 de dezembro de 2013, que completa a Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às normas técnicas de regulamentação que determinam os tipos de gestores de fundos de investimento alternativos (JO L 183 de 24.6.2014, p. 18).

## 2. Recomendação B

Solicita-se à Comissão que envie ao CERS e ao Conselho um relatório sobre a aplicação da Recomendação B até 31 de dezembro de 2020.

## 3. Recomendação C

Solicita-se à ESMA que entregue ao CERS e ao Conselho as diretrizes referidas na Recomendação C até 30 de junho de 2019.

## 4. Recomendação D

Solicita-se à Comissão que entregue ao CERS e ao Conselho um relatório sobre a aplicação das Recomendações D, n.º 1, D, n.º 2, e D, n.º 3 até 31 de dezembro de 2020.

## 5. Recomendação E

a) Solicita-se à ESMA que entregue ao CERS e ao Conselho as orientações referidas nas Recomendações E, n.º 1, E, n.º 2, e E, n.º 3 até 30 de junho de 2019;

b) Solicita-se à ESMA que forneça às autoridades macroprudenciais nacionais e ao CERS, a partir de 31 de dezembro de 2019 e pelo menos anualmente, a informação referida na Recomendação E, n.º 4.

## 4. Acompanhamento e avaliação

### 1. Compete ao Secretariado do CERS:

a) Prestar apoio aos destinatários, assegurando a coordenação do reporte e o fornecimento dos formulários pertinentes, e indicando, sempre que necessário, o procedimento e o calendário de implementação;

b) Verificar o seguimento efetuado pelos destinatários, prestando-lhes assistência se o solicitarem, e apresentar relatórios do seguimento ao Conselho Geral, por intermédio do Comité Diretor.

2. O Conselho Geral avaliará as medidas e justificações apresentadas pelos destinatários e, caso aplicável, poderá decidir que a presente recomendação não foi seguida, e que o destinatário não apresentou justificação adequada para a sua omissão.

Feito em Frankfurt am Main, em 7 de dezembro de 2017.

*Chefe do Secretariado do CERS, em representação do Conselho  
Geral do CERS*

Francesco MAZZAFERRO

---

## ANEXO I

## CRITÉRIOS DE OBSERVÂNCIA DAS RECOMENDAÇÕES

**Recomendação A**

Relativamente à **recomendação A**, foram definidos os seguintes critérios de observância:

A, n.º 1 – Disponibilidade de instrumentos de gestão de liquidez adicionais

A legislação da União deve permitir a utilização legal, em toda a União, de um vasto leque de instrumentos de gestão de liquidez adicionais, reconhecendo simultaneamente que os gestores de ativos devem assumir a principal responsabilidade pela ativação e implementação dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais, e que alguns dos instrumentos não serão necessários ou adequados às diferentes categorias de fundos de tipo aberto. Os instrumentos de gestão de liquidez adicionais devem servir de auxílio aos fundos de investimento alternativos (FIA) de tipo aberto e aos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM), assim como aos seus gestores, na gestão adequada e eficaz dos pedidos de resgate em todas as circunstâncias e, sobretudo, em condições de tensão no mercado.

As alterações à legislação pertinente da União a propor pela Comissão devem incluir:

- a) A obrigação dos gestores de fundos de investimento alternativos (GFIA) de FIA de tipo aberto e das sociedades gestoras de OICVM de avaliar todos os instrumentos de gestão de liquidez adicionais disponíveis e, mais especificamente, os que são adequados para as estratégias de investimento dos fundos que gerem e devem ser incluídos nos respetivos documentos constitutivos ou noutras informações pré-contratuais para serem utilizados tanto em condições normais como em condições de tensão no mercado, e de proporcionar aos investidores suficiente transparência relativamente a esses instrumentos;
- b) A obrigação dos GFIA de FIA de tipo aberto e das sociedades gestoras de OICVM de incluir, no mínimo, nos documentos constitutivos ou noutras informações pré-contratuais dos fundos que gerem, o poder de suspender resgates sobretudo em condições de tensão no mercado;
- c) A obrigação dos GFIA de FIA de tipo aberto e das sociedades gestoras de OICVM de garantir que dispõem da capacidade operacional e dos planos de emergência necessários para a ativação atempada dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais que possam utilizar;
- d) A obrigação dos GFIA de FIA de tipo aberto e das sociedades gestoras de OICVM de comunicar às autoridades nacionais competentes (ANC) a implementação e utilização de instrumentos de gestão de liquidez adicionais em condições de tensão no mercado;
- e) A obrigação da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority/ESMA*), tendo em conta o parecer do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) sobre as questões macroprudenciais, de elaborar orientações em matéria de:
  - i. Definições e características dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais;
  - ii. Critérios de avaliação da adequação por força da Recomendação A, n.º 1, alínea a);
  - iii. Requisitos de transparência dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais estabelecidos na Recomendação A, n.º 1, alínea a);
  - iv. Princípios orientadores sobre a utilização dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais no processo de gestão de liquidez do fundo;
  - v. Avaliação e tratamento das potenciais consequências imprevistas da utilização dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais;
  - vi. Obrigação de reporte às ANC nos termos da Recomendação A, n.º 1, alínea d); e
  - vii. Grau de transparência em relação aos investidores no momento da ativação dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais e durante a sua utilização.

As orientações devem ter em conta os planos de emergência necessários a aplicar preventivamente, conforme exigido nos termos da Recomendação A, n.º 1, alínea c), para permitir a ativação rápida e eficaz dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais.

A, n.º 2 – Disposições adicionais relativas à suspensão de resgates pelas ANC com implicações para a estabilidade financeira transfronteiras

As alterações à legislação da União a propor pela Comissão devem incluir:

- a) A clarificação do papel de cada ANC e da cooperação entre ANC relativamente à suspensão de resgates para fins da estabilidade financeira transfronteiras, sempre que o FIA ou o OICVM estejam estabelecidos num Estado-Membro, mas tenham um GFIA ou uma sociedade gestora de OICVM estabelecida noutra Estado-Membro, ou seja, em caso de implicações transfronteiras;

- b) A obrigação das ANC de notificar previamente outras ANC pertinentes, a ESMA e o CERS, quando exerçam o poder de ordenar a suspensão de resgates para fins da estabilidade financeira transfronteiras.

A, n.º 3 – Disposições adicionais relativas à função da ESMA em relação à suspensão pelas ANC de resgates com implicações para a estabilidade financeira transfronteiras

As alterações à legislação pertinente da União a propor pela Comissão devem incluir a obrigação da ESMA de assegurar o cumprimento da sua função genérica de facilitação, consultoria e coordenação em relação aos poderes das ANC para suspender resgates em situações com implicações para a estabilidade financeira transfronteiras.

### **Recomendação B**

Relativamente à **recomendação B**, foram definidos os seguintes critérios de observância:

As alterações à legislação pertinente da União a propor pela Comissão devem incluir:

- a) A concessão de poderes à ESMA para elaborar e atualizar uma lista de ativos intrinsecamente menos líquidos, com base na sua própria análise, depois de levar em devida consideração os pareceres do CERS sobre as questões macroprudenciais e os da Autoridade Bancária Europeia e da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma sobre as questões de coerência transetorial. Na elaboração desta lista, a ESMA deve considerar, no mínimo, os imóveis, os títulos não cotados, os empréstimos e os outros ativos alternativos que pareçam ser intrinsecamente menos líquidos. A análise deve ter em conta, designadamente, o tempo necessário para liquidar esses ativos em condições de tensão no mercado;
- b) A obrigação dos GFIA de FIA de tipo aberto, e cujo objetivo consista em investir consideravelmente em ativos incluídos na lista de ativos intrinsecamente menos líquidos nos termos da Recomendação B, alínea a), de demonstrar às ANC a sua capacidade para manter a respetiva estratégia de investimento em condições de mercado previsíveis. Essa avaliação deve incluir, designadamente, políticas de resgate à medida, a implementação de instrumentos de gestão de liquidez adicionais e/ou limites internos aplicáveis aos ativos incluídos na lista de ativos intrinsecamente menos líquidos por força da Recomendação B, alínea a). Tais limites internos, se forem utilizados, devem ser comunicados às ANC no momento da criação dos fundos em questão e qualquer alteração posterior desses limites deve ser comunicada. A divulgação aos investidores deve também efetuar-se de acordo com as orientações a elaborar pela ESMA.
- c) O poder discricionário de impor, aos GFIA de FIA de tipo aberto, disposições transitórias que especifiquem o prazo concedido para cumprir a legislação quando sejam adicionados ativos à lista de ativos intrinsecamente menos líquidos nos termos da Recomendação B, alínea a), e quando os limites internos sejam excedidos, se necessário, para evitar quaisquer efeitos prejudiciais não desejados.

### **Recomendação C**

Relativamente à **Recomendação C**, foram definidos os critérios de observância seguintes.

A orientação emitida pela ESMA sobre testes de esforço da liquidez deve incluir, sem carácter limitativo:

- a) A conceção de cenários de testes de esforço da liquidez;
- b) A política em matéria de testes de esforço da liquidez, incluindo a utilização interna dos resultados dos testes de esforço da liquidez;
- c) Considerações relativas ao ativo e ao passivo dos balanços dos fundos de investimento; e
- d) O momento e a frequência dos testes de esforço da liquidez a realizar por cada fundo.

Esta orientação deve basear-se nos requisitos aplicáveis aos testes de esforço estabelecidos na Diretiva 2011/61/UE, e no modo como os participantes no mercado realizam os testes de esforço.

### **Recomendação D**

Relativamente à **recomendação D**, foram definidos os seguintes critérios de observância:

D, n.º 1 – Obrigações de reporte aplicáveis aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM

As alterações à legislação pertinente da União a propor pela Comissão devem incluir obrigações de reporte que englobem dados específicos relativos quer aos gestores, quer aos fundos, e que reflitam também as especificidades do OICVM. Os dados reportados devem permitir um controlo adequado das potenciais vulnerabilidades susceptíveis de contribuir para o risco sistémico e abranger, no mínimo:

- a) O valor dos ativos sob gestão relativos a todos os OICVM geridos pela sociedade gestora;
- b) Instrumentos negociados e exposições individuais;

- c) Estratégia de investimento;
- d) Exposição global/alavancagem;
- e) Testes de esforço;
- f) Técnicas eficazes para a gestão da carteira;
- g) Risco de contraparte/ativos de garantia;
- h) Risco de liquidez;
- i) Risco de crédito; e
- j) Volumes de negociação.

A Comissão deve propor, caso aplicável, a harmonização dos requisitos de reporte globais aplicáveis aos fundos de investimento e aos seus gestores, sobretudo entre o reporte recomendado para os OICVM e as medidas em matéria de reporte já implementadas por força da Diretiva 2011/61/UE. Para o efeito, a Comissão deve ainda ter em conta os requisitos de reporte previstos no Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho<sup>(1)</sup>. Esta harmonização deve permitir utilizar plataformas de reporte já existentes, criar sinergias e evitar que recaia sobre os gestores de ativos um ónus excessivo de prestação informação.

As alterações à legislação da União a propor pela Comissão devem incluir ainda uma disposição que precise que, se a ANC do gestor do OICVM for diferente da ANC do próprio OICVM, o gestor do OICVM deve também, a pedido, fornecer a informação reportada à ANC do OICVM.

D, n.º 2 – Frequência e extensão das obrigações de reporte aplicáveis aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM

As alterações à legislação da União a propor pela Comissão devem incluir os seguintes requisitos:

- a) Os dados referidos na Recomendação D, n.º 1, são reportados, no mínimo, com uma frequência trimestral, para permitir o controlo efetivo dos riscos para a estabilidade financeira, respeitando embora o critério da proporcionalidade face às entidades sujeitas à obrigação de reporte;
- b) Na definição do âmbito do reporte devem tomar-se em consideração os ativos totais geridos pela sociedade gestora, e os ativos geridos por cada OICVM individual, garantindo-se desse modo que uma parte suficiente do setor fica abrangida pelo reporte, para se poder dar resposta aos riscos para a estabilidade financeira.

D, n.º 3 – Harmonização do reporte e partilha de informações

As alterações à legislação da União a propor pela Comissão devem incluir a obrigação de colocar à disposição das ANC de outros Estados-Membros pertinentes, da ESMA e do CERS, as informações referidas na Recomendação D, n.º 1, para assegurar a harmonização do reporte de dados dos OICVM com as práticas de partilha de dados ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE. Neste contexto, a Comissão deve igualmente ter em conta os requisitos de reporte previstos no Regulamento (UE) 2017/1131.

### **Recomendação E**

Relativamente à **recomendação E**, foram definidos os seguintes critérios de observância:

Recomendação E, n.º 1 – Avaliação do risco sistémico relacionado com a alavancagem

A orientação emitida pela ESMA deve incluir:

- a) Um conjunto mínimo de indicadores comuns que deve ser tomado em consideração pelas ANC durante a sua avaliação;
- b) Instruções para calcular os indicadores referidos na recomendação E, n.º 1, alínea a), com base nos dados reportados por força do artigo 24.º da Diretiva 2011/61/UE; e
- c) Descrições qualitativas e, sempre que possível, quantitativas, da interpretação dos indicadores no contexto do quadro de avaliação.

<sup>(1)</sup> Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo aos fundos do mercado monetário (JO L 169 de 30.6.2017, p. 8).

O conjunto de indicadores comuns referido na Recomendação E, n.º 1, alínea a), deve:

- 1) Facilitar a avaliação do grau, fonte e diferentes utilizações da alavancagem;
- 2) Facilitar a avaliação dos principais canais através dos quais o risco sistémico se pode materializar, a saber as vendas forçadas, as repercussões diretas nas instituições financeiras e a interrupção da intermediação do crédito; e
- 3) Ser funcional e suficiente para permitir às ANC informar a ESMA, tendo em conta o seu aconselhamento por força do artigo 25.º, n.º 6, da Diretiva 2011/61/UE e dos princípios estabelecidos no artigo 112.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão <sup>(1)</sup>, sobre se foram cumpridas as condições para a imposição de limites de alavancagem ou outras restrições à gestão dos FIA.

E, n.º 2 – Limites de alavancagem macroprudenciais

A orientação emitida pela ESMA deve incluir:

- a) A descrição dos diversos tipos de limites de alavancagem, incluindo uma avaliação da sua eficácia e eficiência na atenuação do excesso de alavancagem;
- b) O conjunto de princípios que devem ser tomados em consideração pelas ANC na calibração dos limites de alavancagem. No mínimo, tais princípios devem incluir todos os seguintes: i) a declaração de que os limites de alavancagem se baseiam nas medidas de alavancagem estabelecidas na Diretiva 2011/61/UE, ii) critérios de aplicação dos limites de alavancagem, e iii) princípios relativos à revisão periódica dos limites de alavancagem;
- c) O conjunto de princípios a tomar em consideração pelas ANC ao ponderarem a imposição de limites de alavancagem. No mínimo, devem incluir todos os seguintes: i) princípios para uma abordagem equilibrada entre a fixação de limites com base em normas e a fixação discricionária dos limites; ii) princípios relativos à interação com outras medidas políticas; iii) princípios relativos à coordenação entre as autoridades da União.

E, n.º 3 – Procedimento de notificação

As diretrizes emitidas pela ESMA devem permitir às ANC efetuar a notificação à ESMA, ao CERS e a outras ANC pertinentes. Em especial, as mesmas devem incluir, sem caráter limitativo, um procedimento de trabalho eficaz, modelos de cartas de notificação e requisitos de reporte relativos à avaliação, pelas ANC, da necessidade de implementar medidas macroprudenciais nos termos do artigo 25.º, n.º 3, da Diretiva 2011/61/UE.

Recomendação E, n.º 4 – Análise comparativa

A ESMA deve partilhar anualmente com as autoridades macroprudenciais nacionais e com o CERS:

- a) Os resultados, caso aplicável, da sua análise comparativa;
- b) As práticas, caso aplicável, em matéria de utilização de limites de alavancagem e da imposição de outras restrições à gestão dos FIA com base nas informações recebidas das ANC ao abrigo do artigo 25.º, n.º 3, da Diretiva 2011/61/UE.

---

<sup>(1)</sup> Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012, que complementa a Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavanca, transparência e supervisão (JO L 83 de 22.3.2013, p. 1).

## ANEXO II

## FUNDAMENTAÇÃO E ANÁLISE ECONÓMICAS

## ÍNDICE

	Página
<b>Lista de siglas e acrónimos</b> .....	12
<b>I. Introdução</b> .....	13
<b>II. Recomendação do CERS sobre os riscos de liquidez e de alavancagem nos fundos de investimento</b> .....	17
<b>II.1 Recomendação A – Instrumentos de gestão de liquidez relativos ao resgate</b> .....	17
II.1.1 Fundamentação económica e efeitos desejados .....	17
Recomendação A(1) – Disponibilidade de instrumentos de gestão de liquidez adicionais .....	17
Recomendações A(2) e A(3) – Disposições adicionais relativas à função das ANC e da ESMA em relação à suspensão de resgates pelas ANC com implicações para a estabilidade financeira transfronteiras .....	21
II.1.2 Efeitos indesejados .....	22
<b>II.2 Recomendação B – Medidas adicionais para reduzir a probabilidade de desajustamentos de liquidez excessiva</b> .....	22
II.2.1 Fundamentação económica e efeitos desejados .....	22
II.2.2 Efeitos indesejados .....	30
<b>II.3 Recomendação C – Testes de esforço</b> .....	31
II.3.1 Fundamentação económica e efeitos desejados .....	31
II.3.2 Efeitos indesejados .....	34
<b>II.4 Recomendação D – Reporte dos OICVM</b> .....	35
II.4.1 Fundamentação económica e efeitos desejados .....	35
Recomendação D(1) – Obrigações de reporte aplicáveis aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM ...	35
Recomendação D(2) – Frequência e extensão das obrigações de reporte aplicáveis aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM .....	38
Recomendação D(3) – Harmonização do reporte e partilha de informações .....	39
II.4.2 Efeitos indesejados .....	39
<b>II.5 Recomendação E – Orientações sobre o artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE</b> .....	40
II.5.1 Fundamentação económica e efeitos desejados .....	40
Recomendação E(1) – Avaliação do risco sistémico relacionado com a alavancagem .....	40
Recomendação E(2) – Limites de alavancagem macroprudenciais .....	45
Recomendação E(3) – Procedimento de notificação .....	48
Recomendação E(4) – Análise comparativa .....	48
II.5.2 Efeitos indesejados .....	48
<b>Referências</b> .....	49
<b>Apêndice</b> .....	52

**Lista de siglas e acrónimos**

<b>a-LMT</b>	<i>additional liquidity management tools</i> /instrumentos de gestão de liquidez adicionais
<b>ANC</b>	autoridade nacional competente
<b>BCE</b>	Banco Central Europeu
<b>CERS</b>	Comité Europeu do Risco Sistémico
<b>CESR</b>	<i>Committee of European Securities Regulators</i> /Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários
<b>EBA</b>	<i>European Banking Authority</i> /Autoridade Bancária Europeia
<b>EEE</b>	Espaço Económico Europeu
<b>EIOPA</b>	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i> /Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma
<b>ELTIF</b>	<i>European long-term investment funds</i> /fundos europeus de investimento a longo prazo
<b>ESMA</b>	<i>European Securities and Markets Authority</i> /Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
<b>FCA</b>	<i>Financial Conduct Authority</i> /Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido
<b>FIA</b>	fundo de investimento alternativo
<b>FMM</b>	fundo do mercado monetário
<b>FSB</b>	<i>Financial Stability Board</i> /Conselho de Estabilidade Financeira
<b>FVP</b>	<i>fair value pricing</i> /preços pelo justo valor
<b>GFIA</b>	gestor de fundos de investimento alternativos
<b>IOSCO</b>	<i>International Organization of Securities Commissions</i> /Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários
<b>OIC</b>	organismo de investimento coletivo
<b>OICVM</b>	organismos de investimento coletivo em valores mobiliários
<b>OTC</b>	<i>over-the-counter</i> /mercado de balcão
<b>SEBC</b>	Sistema Europeu de Bancos Centrais
<b>SEC</b>	<i>Securities and Exchange Commission</i> /Comissão do Mercado de Valores Mobiliários dos Estados Unidos
<b>UE</b>	União Europeia
<b>VaR</b>	<i>value at risk</i> /valor em risco
<b>VPL</b>	valor patrimonial líquido

O presente anexo fornece o material de referência para as recomendações do CERS, a fim de apoiar a sua aplicação na União Europeia. Mais especificamente, cada recomendação é aqui abordada em pormenor e apresenta-se a fundamentação e análise económicas que acompanham cada recomendação, incluindo possíveis efeitos desejados e indesejados e o potencial impacto no mercado. Para a análise, recorre-se amplamente a estudos e documentos de orientação, regulamentação nacional e resultados de inquéritos conduzidos pela ESMA, pelo CERS e pela IOSCO (por exemplo, relativos à disponibilidade e utilização de instrumentos de gestão de liquidez, ao recurso à alavancagem ao abrigo da Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho<sup>(1)</sup> e da Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho<sup>(2)</sup>, e às práticas de testes de esforço dos gestores de fundos).

## I. Introdução

### Considerações de natureza estrutural

**O setor dos fundos de investimento da União Europeia (UE) expandiu-se consideravelmente nos últimos anos.** Desde 2008, o total de ativos líquidos dos fundos de investimento da UE mais do que duplicou, passando de €6,2 biliões para €15,3 biliões no terceiro trimestre de 2017<sup>(3)</sup>. Importa igualmente destacar que, no mesmo período, os fundos de investimento alternativos (FIA) europeus mais do que triplicaram em dimensão, aumentando de €1,6 biliões para €5,8 biliões<sup>(4)</sup>. Considerando que o setor dos fundos de investimento representa uma parte cada vez maior do mercado financeiro total, a gestão do risco sistémico nesse setor torna-se mais pertinente.

**Os fundos de investimento apresentam um leque particularmente complexo de potenciais comportamentos de reação a tensão no mercado.** Os fundos de investimento são apenas um tipo de uma série de tipos importantes de investidores nos mercados financeiros – entre os restantes, incluem-se instituições de crédito, companhias de seguros, fundos de pensões, investidores não profissionais (pequenos investidores), empresas de gestão de património familiar, fundos soberanos e intermediários de vários géneros. Cada tipo possui características próprias em termos de comportamento. Uma característica específica dos fundos de investimento é reunirem fundos de uma grande variedade de investidores finais e canalizarem esse investimento para os mercados através de uma estrutura de investimento coletivo. Esta característica, combinada com o facto de a maioria dos fundos de investimento ser «de tipo aberto» (ou seja, os investidores finais podem retirar o seu investimento do fundo antes do vencimento dos ativos subjacentes), significa que, em condições de tensão no mercado, os fundos de investimento exibem uma variedade particularmente complexa de potenciais comportamentos. Uma possibilidade que importa destacar é a de um fundo de investimento, ou um subsector de um fundo de investimento, poder, em resposta a tensão no mercado e ao resultante comportamento de procura de resgate pelos investidores, vender montantes significativos de ativos num mercado em queda, exacerbando, desse modo, o choque de mercado e contribuindo para a instabilidade financeira.

**Perante choques no mercado, os fundos de investimento tendem a prosseguir a sua estratégia de investimento.** À exceção de alguns FIA, os fundos de investimento utilizam, tipicamente, níveis baixos de alavancagem<sup>(5)</sup>. Neste caso, os fundos que não registam pressões de resgate tendem a manter os seus ativos e podem até, oportunisticamente, procurar comprar ativos à medida que os preços descem, provocando, assim, um impacto contracíclico.

### Fontes de risco

**A principal razão para os fundos atuarem possivelmente de forma diferente e venderem num mercado em queda, durante um choque de mercado, seria um nível inesperadamente elevado de procura de resgate.** Embora não tenha sido este o padrão histórico, verificaram-se alguns casos de níveis elevados de procura de resgate em períodos de tensão no mercado. Além disso, o padrão de comportamento de um fundo de investimento no passado não é necessariamente indicativo do seu comportamento no futuro. Por conseguinte, não podemos ter a certeza de que esses casos de níveis elevados de procura de resgate continuem a ser ocorrências raras ou isoladas. Uma razão pela qual se poderão verificar níveis elevados de procura de resgate em períodos de tensão no mercado é o facto de os fundos de investimento não atuarem como meros veículos de investimento de longo prazo não alavancados em títulos de participação. Pelo contrário, os fundos são, por vezes, utilizados por investidores com perspetivas a mais curto prazo, podendo a proporção desses investidores variar substancialmente, dependendo de outras influências no mercado. Tal cria o potencial para um risco sistémico significativamente maior no setor do que seria o caso se os níveis elevados de resgate apenas ocorressem raramente ou constituíssem casos isolados. À medida que o setor se torna cada vez maior, este facto, por seu turno, passa a ser uma característica mais importante do risco sistémico em geral.

<sup>(1)</sup> Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) (JO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

<sup>(2)</sup> Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010 (JO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

<sup>(3)</sup> «Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017», Associação Europeia de Gestão de Fundos e Ativos (European Fund and Asset Management Association – EFAMA), dezembro de 2017.

<sup>(4)</sup> É de salientar que, desde 2014, os FIA têm sido classificados de acordo com a definição regulamentar estabelecida na Diretiva 2011/61/UE. Desde então, os ativos líquidos aumentaram mais de 25 %.

<sup>(5)</sup> CERS, *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 2, maio de 2017.

**A segunda principal fonte de risco sistémico é o facto de existirem incentivos à troca de liquidez por rendibilidade ou ao aumento da alavancagem, de modo a assegurar uma rendibilidade atrativa para os investidores.**

Quanto maior é a alavancagem de um fundo de investimento, menor é a probabilidade de ser resiliente em períodos de tensão no mercado. Além disso, quanto mais um fundo de investimento trocar liquidez por rendibilidade, menos bem posicionado poderá estar para lidar com picos de procura de resgate de forma ordenada. Este comportamento poderá ser exacerbado, se a troca for pouco clara para potenciais investidores, quer porque os ativos investidos parecem ser líquidos, embora a liquidez não seja resiliente, quer porque a alavancagem assume a forma de derivados embutidos e a sua escala não é transparente.

**A terceira fonte de risco sistémico é o modo como o mecanismo de resgate funciona.** Fundos de investimento de tipo aberto podem dar azo a uma «vantagem de ser o primeiro a agir» (*first-mover advantage*), graças à qual os investidores que solicitem o resgate não suportam o custo total de um resgate antecipado, sendo esse custo transmitido aos restantes titulares de ações/unidades de participação. Para os gestores de fundos, existem também implicações a nível de reputação, passíveis de os tornar relutantes em suspender os resgates, mesmo quando tal seja do interesse dos investidores, conseguindo, simultaneamente, alcançar um equilíbrio entre assegurar liquidez aos investidores que solicitaram resgates, desde que exista liquidez no fundo, e determinar que as circunstâncias são suficientemente excecionais para justificar uma suspensão dos resgates.

**A quarta fonte de risco sistémico é o facto de o funcionamento do mecanismo de resgate depender da liquidez do mercado.** No caso de muitos dos instrumentos nos quais os fundos de investimento investem, a liquidez tem estado, por norma, dependente de criadores de mercado e tem variado no tempo e entre instrumentos. Os desenvolvimentos recentes – incluindo reduções da volatilidade, um maior recurso aos sistemas de negociação eletrónica, a fragmentação das fontes de liquidez e menores detenções de ativos por criadores de mercado tradicionais, tais como instituições de crédito e sociedades financeiras de corretagem, bem como fatores cíclicos como a política monetária – indicam que a estrutura da disponibilização de liquidez se pode alterar com o tempo (embora os estudos em curso não tenham ainda encontrado evidência unânime de uma liquidez reduzida no período atual). Estas alterações podem afetar a forma como a robustez da disponibilização de liquidez é demonstrada quando os mercados registam tensão. O caráter significativo destas alterações da estrutura de liquidez é difícil de prever e, como consequência, os fundos de investimento podem deparar-se com níveis de liquidez menos resilientes do que o esperado.

**Existem interações importantes entre as características de alavancagem, liquidez e resgate dos fundos de investimento.** Os fundos de investimento alavancados sujeitos a valores de cobertura adicional mais elevados, retiradas de financiamento ou margens de avaliação acrescidas podem proceder a ajustamentos rápidos, se detiverem ativos que possam ser liquidados com celeridade. Se, no entanto, um fundo extremamente alavancado detiver montantes mais reduzidos de ativos líquidos e for objeto de eventuais resgates de curto prazo ou de alterações dos termos de concessão de crédito, poderá ter de vender ativos rapidamente em mercados de menor liquidez (vendendo com desconto) para cumprir as suas obrigações. Apesar de, no caso de valores de cobertura adicional, os fundos de investimento poderem conseguir suspender os resgates no interesse dos investidores, o fundo terá de obter liquidez rapidamente através de financiamento de emergência e/ou da venda de ativos para evitar a liquidação, o que poderia, potencialmente, gerar um risco de contraparte significativo e ter um grande impacto nos preços dos ativos.

**Os bancos centrais, os mercados e as autoridades de regulamentação do mercado de valores mobiliários expressaram a sua apreensão relativamente ao potencial dos fundos de investimento para amplificar riscos sistémicos** <sup>(1)</sup>. A nível mundial, o Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board* – FSB) comprovou que os desajustamentos de liquidez dos fundos de investimento e a utilização de alavancagem dão origem a vulnerabilidades estruturais potencialmente significativas no setor da gestão de fundos. Subsequentemente, salientou a importância de analisar e dar resposta às potenciais vulnerabilidades estruturais associadas aos desajustamentos de liquidez e à utilização de alavancagem pelos fundos de investimento, passíveis de representar riscos para a estabilidade financeira. O Conselho de Estabilidade Financeira recomenda, por exemplo, que as autoridades monitorizem a utilização de alavancagem pelos fundos e tomem medidas, sempre que apropriado <sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Ver *Financial Stability Report*, Bank of England, dezembro de 2015; *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 2, ESMA, 2015; *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2016; *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council* – FSOC), abril de 2016; *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, discurso de Vítor Constâncio, abril de 2016; *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, discurso de Steven Maijoor, maio de 2015; e *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, discurso de Mary Jo White, dezembro de 2014.

<sup>(2)</sup> Conselho de Estabilidade Financeira, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, janeiro de 2017.

### Quadro regulamentar atual aplicável à liquidez e à alavancagem dos fundos de investimento

Na Europa, o quadro regulamentar que rege a gestão da liquidez e da alavancagem dos fundos de investimento consiste na Diretiva 2009/65/CE e na Diretiva 2011/61/UE. Estas diretivas constituem a base que estabelece a forma como os fundos de investimento na Europa têm de gerir a sua situação de liquidez e de alavancagem, servindo como ponto de partida para a avaliação dos riscos sistémicos decorrentes do desajustamento de liquidez dos fundos de investimento e da utilização de alavancagem.

**Os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) são fundos de investimento altamente regulamentados.** Os OICVM são fundos de investimento que investem em ativos elegíveis, tais como depósitos de caixa ou equivalentes, obrigações, ações, instrumentos do mercado monetário e outros fundos de investimento (ver a caixa 1a). Teoricamente, os OICVM são menos propensos a desajustamentos de liquidez, dado que tanto os seus ativos como os seus passivos são, supostamente, transacionados num período curto. Podem investir apenas em títulos transferíveis ou em outros ativos financeiros líquidos, cujos critérios de elegibilidade estejam definidos em pormenor numa diretiva específica <sup>(1)</sup>. Os OICVM estão obrigados (sob reserva da possibilidade de o fundo de investimento ser suspenso) a proceder ao resgate da participação de um investidor ao receberem um pedido de resgate do titular das ações/unidades de participação, o que significa que têm de permitir o resgate, pelo menos, duas vezes por mês, apesar de muitos autorizarem resgates numa base diária ou semanal. No tocante à alavancagem, os OICVM operam dentro de limites de alavancagem regulamentares. Podem apenas recorrer a alavancagem financeira sob a forma de empréstimos de caixa sem garantia contra até 10 % dos seus ativos e na condição de que tais empréstimos sejam meramente temporários (ver a caixa 1b). Em resultado, os OICVM que utilizam empréstimos de caixa e operações de financiamento através de valores mobiliários (*securities financing transactions* – SFT) ou derivados podem proceder a alavancagem até um máximo de 2,1 vezes o seu valor patrimonial líquido (VPL).

**Os FIA são fundos de investimento que estão autorizados a investir em ativos similares aos de OICVM, mas não estão sujeitos a restrições tão detalhadas em termos de diversificação, liquidez ou alavancagem.** Os FIA também podem investir em instrumentos financeiros que não são ativos elegíveis para OICVM, tais como participações privadas (*private equity*), capital de risco, bens imóveis, matérias-primas físicas e outros ativos alternativos. No entanto, os gestores têm de implementar procedimentos de gestão de liquidez, se gerirem FIA de tipo aberto ou fechado que sejam alavancados. Tal inclui alinhar a estratégia de investimento do fundo, o perfil de liquidez e a política de resgate, assim como definir limites de gestão da liquidez e testes de esforço apropriados (ver a caixa 1a). Note-se que os gestores de FIA (GFIA) a operar abaixo de determinados limiares <sup>(2)</sup> podem não estar sujeitos aos mesmos requisitos, não podendo, nesse caso, beneficiar do passaporte disponível ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE para a comercialização do fundo em outras jurisdições da UE. No que respeita à alavancagem, os FIA operam sem quaisquer limites regulamentares de alavancagem, tendo apenas de comunicar a utilização da mesma (ver a caixa 1b).

#### Caixa 1a: Quadro regulamentar atual aplicável à liquidez dos fundos de investimento

##### Diretiva 2009/65/CE – Diretiva relativa a OICVM

Frequência de negociação – Os OICVM têm de disponibilizar facilidades que possibilitem a recompra ou o resgate de ações/unidades de participação a pedido dos investidores no fundo. Têm, portanto, de permitir pedidos de resgate, no mínimo, duas vezes por mês <sup>(3)</sup>, embora muitos permitam resgates numa base diária ou semanal <sup>(4)</sup>.

Procedimentos de negociação – A Diretiva 2009/65/CE não especifica os procedimentos de negociação a seguir por OICVM. Na prática, um prazo de negociação para a receção dos pedidos será definido antes do momento da valorização – que poderá ser horas ou dias mais tarde. Além disso, os OICVM procederão, em geral, ao pagamento dos montantes do resgate, em linha com os procedimentos de liquidação definidos em pormenor na documentação do fundo, que pode especificar um período de três a cinco dias após o momento da valorização <sup>(5)</sup>. Em conformidade com estes procedimentos de negociação, existe um período de tempo entre a hora-limite para a receção dos pedidos e o prazo para o pagamento dos montantes do resgate. Tal confere à sociedade gestora do OICVM tempo para vender os investimentos e, se necessário, gerar liquidez para pagar os resgates.

<sup>(1)</sup> Diretiva 2007/16/CE da Comissão, de 19 de março de 2007, que dá execução à Diretiva 85/611/CEE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) no que se refere à clarificação de determinadas definições (JO L 79 de 20.3.2007, p. 11).

<sup>(2)</sup> Gestores responsáveis por FIA com um total de ativos inferior a €100 milhões ou por FIA com um total de ativos inferior a €500 milhões, desde que esses fundos não sejam «alavancados» e não existam direitos de resgate durante um período de cinco anos após a data de investimento inicial em cada FIA.

<sup>(3)</sup> As autoridades nacionais competentes (ANC) podem permitir que os OICVM reduzam a frequência para uma vez por mês, «desde que tal derrogação não prejudique os interesses dos participantes». Todavia, esta opção não foi transposta para a legislação nacional por todos os Estados-Membros.

<sup>(4)</sup> Ver, por exemplo, o artigo 76.º da Diretiva 2009/65/CE.

<sup>(5)</sup> Os fundos do mercado monetário (FMM) com um VPL constante podem oferecer a liquidação no próprio dia.

Ativos elegíveis – Os OICVM estão sujeitos a regras detalhadas em termos de ativos elegíveis, estando, assim, obrigados a investir predominantemente em ativos líquidos. Estes incluem valores mobiliários líquidos cotados em bolsa e instrumentos do mercado monetário, derivados transacionados em bolsa e depósitos bancários reembolsáveis à vista ou que encerrem direitos de levantamento e que vençam num período não superior a 12 meses <sup>(1)</sup>. Com vista a assegurar um maior apoio à liquidez, foram definidos critérios que especificam os mercados nos quais os ativos elegíveis têm de ser cotados ou transacionados <sup>(2)</sup>.

Diligência devida na fase de pré-investimento – Antes de uma sociedade gestora de OICVM realizar um investimento, tem de analisar, entre outros aspetos, a contribuição do investimento para a composição, liquidez e perfil de risco e de compensação da carteira do OICVM <sup>(3)</sup>.

Gestão do risco – Como parte dos seus processos de gestão do risco, uma sociedade gestora de OICVM tem de seguir um processo adequado de gestão do risco de liquidez, a fim de garantir que cada OICVM que gere tem capacidade para cumprir, em todas as circunstâncias previsíveis, incluindo em condições de tensão, a sua obrigação de resgate de ações/unidades de participação a pedido de um titular de participações. Quando apropriado, uma sociedade gestora de OICVM tem de realizar testes de esforço para avaliar o risco de liquidez do OICVM em circunstâncias excecionais <sup>(4)</sup>.

Compensação de subscrições e resgates – Nos casos em que receba ordens de subscrição e de resgate para o mesmo dia de negociação, o OICVM procederá à reconciliação das transações de unidades e utilizará os montantes de subscrições recebidos para pagar parte ou a totalidade dos pedidos de resgate. Tal reduz ou elimina a necessidade de vender os investimentos subjacentes, com vista a gerar liquidez para pagar aos investidores que solicitem o resgate.

#### **Diretiva 2011/61/UE – Diretiva relativa a GFIA**

Procedimentos de negociação – Tal como acontece no caso dos OICVM, a Diretiva 2011/61/UE não especifica os procedimentos de negociação a utilizar para FIA. Um GFIA conceberá procedimentos de negociação apropriados aos FIA que gere e que asseguram tempo suficiente para a venda de investimentos, no sentido de gerar liquidez para pagar os resgates.

Gestão do risco – O artigo 15.º da Diretiva 2011/61/UE contém disposições semelhantes às relativas à diligência devida na fase de pré-investimento constantes da Diretiva 2009/65/CE (atrás explicadas). Por força deste artigo, como parte da gestão do risco, os GFIA têm de «assegurar que os riscos associados a cada posição de investimento do FIA e o seu efeito global na respetiva carteira possam ser corretamente identificados, medidos, geridos e acompanhados de forma permanente, inclusive através da utilização de técnicas adequadas de teste de esforço». A Diretiva 2011/61/UE requer, além disso, que os GFIA garantam a coerência da estratégia de investimento, do perfil de liquidez e da política de resgates em relação a cada um dos FIA por si geridos <sup>(5)</sup>. Um GFIA tem de dispor de sistemas de gestão de liquidez apropriados para monitorizar os riscos de liquidez do FIA e assegurar que o perfil de liquidez dos investimentos do FIA cumpre as suas obrigações de base. Os GFIA devem igualmente proceder com regularidade a testes de esforço, em condições normais e em condições excecionais de liquidez, para avaliar e acompanhar o risco de liquidez do FIA <sup>(6)</sup>. Estas obrigações são complementadas por regras detalhadas de nível 2 relativas à gestão da liquidez <sup>(7)</sup>.

Compensação de subscrições e resgates – À semelhança do aplicável aos OICVM, um GFIA pode compensar ordens de subscrição e de resgate num FIA de tipo aberto.

<sup>(1)</sup> No caso de FMM, quer tenham sido estabelecidos como OICVM quer como FIA, são aplicáveis regras pormenorizadas adicionais em matéria de ativos elegíveis (por exemplo, regras de carteira referentes a ativos com vencimento diário ou semanal). Ver o Regulamento (UE) 2017/1131.

<sup>(2)</sup> A admissão a negociação não garante, porém, liquidez. Todavia, um OICVM pode recorrer a admissão, exceto se tiver, ou dever ter, conhecimento de circunstâncias que indiquem que um ativo específico não é líquido. Nesse caso, o OICVM tem de avaliar a liquidez do título, de modo a poder determinar se a sua inclusão na carteira pode comprometer a liquidez da mesma.

<sup>(3)</sup> Ver, a título de exemplo, o artigo 23.º, n.º 4, da Diretiva n.º 2010/43/UE da Comissão, de 1 de julho de 2010, que aplica a Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da atividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora (JO L 176 de 10.7.2010, p. 42).

<sup>(4)</sup> Ver, por exemplo, o artigo 40.º, n.º 3, da Diretiva 2010/43/UE.

<sup>(5)</sup> Ver, por exemplo, o artigo 16.º, n.º 2, da Diretiva 2011/61/UE.

<sup>(6)</sup> Ver, por exemplo, o artigo 16.º, n.º 1, da Diretiva 2011/61/UE.

<sup>(7)</sup> Ver, por exemplo, os artigos 46.º a 49.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012, que complementa a Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavanca, transparência e supervisão (JO L 83 de 22.3.2013, p. 1).

**Caixa 1b: Quadro regulamentar atual aplicável à alavancagem dos fundos de investimento****Diretiva 2009/65/CE – Diretiva relativa a OICVM**

Contração de empréstimos – Os OICVM podem recorrer a alavancagem financeira contraindo empréstimos até um máximo de 10 % dos seus ativos, desde que esses empréstimos sejam meramente temporários. A contração de empréstimos pode ser utilizada quando existe um desajustamento temporário de fluxos de caixa, por exemplo, quando é necessário pagar resgates antes de o OICVM receber os fundos da venda de investimentos.

Utilização de alavancagem sintética – No tocante ao recurso a alavancagem sintética através de posições sobre derivados, os OICVM podem criar posições sintéticas – conforme calculadas segundo o método baseado nos compromissos – até um montante igual ao total do respetivo VPL. Em resultado, os OICVM podem utilizar empréstimos e derivados para alavancar até um máximo de 2,1 vezes o respetivo VPL. Ao abrigo da Diretiva 2009/65/CE, as ANC podem também permitir que os OICVM calculem a sua exposição global, utilizando o método do valor em risco (*value-at-risk* – VaR) ou outras metodologias avançadas de mensuração do risco, em vez do método baseado nos compromissos. No caso destes fundos, a utilização de alavancagem está apenas indiretamente restringida pelas limitações do risco de mercado do fundo, como explicado nas orientações de nível 3 do Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (*Committee of European Securities Regulators* — CESR) <sup>(1)</sup>. Por conseguinte, os fundos que aplicam o método do VaR em termos absolutos (*VaR absoluto*) estão limitados a um VaR absoluto inferior a 20 % do VPL (num período de 20 dias). Por seu turno, os fundos que aplicam o método do VaR em termos relativos (*VaR relativo*) estão limitados a um valor que não seja superior ao dobro do risco de perda num determinado modelo do VaR de uma carteira semelhante, mas não alavancada. Importa realçar que estes métodos do VaR permitem, potencialmente, uma alavancagem muito mais elevada do que a que seria permitida segundo o método baseado nos compromissos, dependendo da volatilidade dos ativos subjacentes. Respostas a inquéritos em 11 jurisdições da UE indicam que o subconjunto de OICVM que aplicam métodos do VaR para calcular a exposição global pode representar entre 27 % e 50 % do setor dos OICVM da UE em termos de VPL.

**Diretiva 2011/61/UE – Diretiva relativa a GFIA**

Contração de empréstimos e utilização de alavancagem sintética – Os FIA operam sem quaisquer limites regulamentares de alavancagem. De acordo com a Diretiva 2011/61/UE, os fundos têm apenas de prestar informação sobre a respetiva utilização de alavancagem. Não obstante, a Diretiva 2011/61/UE permite às autoridades competentes impor limites no que respeita ao nível de alavancagem a que os GFIA podem recorrer nos fundos por si geridos, assim como outras restrições à gestão do risco, a fim de «limitar o grau de contribuição do recurso ao efeito de alavanca para a acumulação de riscos sistémicos no sistema financeiro ou de riscos de perturbação dos mercados». Até ao momento, nenhuma autoridade aplicou esta medida e não foi desenvolvido nenhum quadro ao nível da UE que apoie uma implementação harmonizada de requisitos de alavancagem macroprudenciais.

**II. Recomendação do CERS sobre os riscos de liquidez e de alavancagem nos fundos de investimento****II.1 Recomendação A – Instrumentos de gestão de liquidez relativos ao resgate****II.1.1 Fundamentação económica e efeitos desejados****Recomendação A(1) – Disponibilidade de instrumentos de gestão de liquidez adicionais**

**O quadro regulamentar que rege a gestão da liquidez dos fundos de investimento na UE tem de ser aprofundado.** As disposições em termos de gestão da liquidez constantes da Diretiva 2009/65/CE e da Diretiva 2011/61/UE revelaram-se, em geral, adequadas no passado. No entanto, o crescimento contínuo do setor dos fundos de investimento, aliado ao aumento da sua atividade de transformação de liquidez, pode resultar em riscos acrescidos para a estabilidade financeira, aos quais é necessário dar resposta.

**Instrumentos de gestão de liquidez apropriados podem atenuar os desajustamentos de liquidez em OICVM e FIA de tipo aberto, reduzindo, assim, os riscos para a estabilidade financeira em situações de tensão no mercado.** Os desajustamentos de liquidez são especialmente relevantes no caso dos fundos de tipo aberto que oferecem oportunidades de resgate frequentes, mas investem em ativos que, em determinados casos, não podem ser vendidos rapidamente sem um impacto considerável no respetivo preço de mercado. Muitos fundos de tipo aberto oferecem resgates diários, mas nem todos. Nos termos das disposições da Diretiva 2009/65/CE e da Diretiva 2011/61/UE, os gestores de fundos são responsáveis por determinar a frequência de resgate (ver a caixa 1a). Existe um conjunto de instrumentos de gestão de liquidez adicionais (*additional liquidity management tools* – a-LMT) que podem ajudar a mitigar os riscos de liquidez de fundos de tipo aberto, reduzindo a vantagem de ser o primeiro a agir <sup>(2)</sup> em situações de tensão no mercado (*ex ante*) e a ocorrência de uma espiral de liquidez (*ex post*).

<sup>(1)</sup> CESR's *Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, 28 de julho de 2010.

<sup>(2)</sup> Para uma explicação mais aprofundada do conceito, ver a secção II.1 do anexo à Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 20 de dezembro de 2012, relativa aos fundos do mercado monetário (CERS/2012/1) (JO C 146 de 25.5.2013, p. 1).

**Podem ser utilizados instrumentos *ex ante* para mitigar a vantagem de ser o primeiro a agir e o risco sistémico.**

Em princípio, estes instrumentos podem ser utilizados em condições normais ou de tensão no mercado. O objetivo dos instrumentos *ex ante*, como o mecanismo de oscilação de preços (*swing pricing*) e as quotizações antidiluição (*anti-dilution levies*), é tratar os clientes de forma justa, assegurando que os restantes investidores não ficam numa posição de desvantagem face aos investidores que solicitem o resgate. Pretende-se, assim, eliminar qualquer incentivo a que um investidor solicite o resgate antes dos outros, com vista a beneficiar de custos mais baixos. Todavia, se os investidores estiverem determinados a liquidar as suas posições no fundo, fá-lo-ão independentemente do custo associado. Por conseguinte, os instrumentos mitigam apenas a vantagem de ser o primeiro a agir, não reduzindo necessariamente a pressão nos mercados de ativos subjacentes no sentido da venda.

**Os instrumentos *ex post* permitem aos gestores de fundos gerir a liquidez dos fundos de investimento, controlando ou limitando os fluxos de saída.** Normalmente, estes instrumentos eximem os gestores da obrigação de vender imediatamente ativos (a preços de mercado ou abaixo dos mesmos) em resposta a pedidos de resgate por parte dos investidores. Podem, portanto, funcionar, em certa medida, como uma espécie de «disjuntor» e reduzir a possibilidade de ocorrência de uma espiral de liquidez. Os instrumentos *ex post* são normalmente utilizados em condições de tensão no mercado.

**A disponibilidade e a implementação de instrumentos de gestão de liquidez adicionais para fundos de investimento variam significativamente entre jurisdições.** Embora a suspensão do resgate pelo gestor do fundo ou pela ANC seja explicitamente autorizada na Diretiva 2009/65/CE e na Diretiva 2011/61/UE, esta última não especifica qualquer outro instrumento adicional de gestão de liquidez. Por conseguinte, existem diferenças nas várias jurisdições em termos da disponibilidade e dos procedimentos específicos que regem a utilização de instrumentos de gestão de liquidez adicionais. Um inquérito conduzido pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) <sup>(1)</sup> e também um inquérito recente nos Estados-Membros da UE realizado pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) <sup>(2)</sup> indicam que, em alguns Estados-Membros, está disponível um conjunto de instrumentos de gestão de liquidez adicionais, incluindo o mecanismo de oscilação de preços e as quotizações antidiluição. Todavia, na maioria dos Estados-Membros, estão disponíveis menos instrumentos.

Os instrumentos disponíveis com mais frequência nos Estados-Membros da UE são:

- as comissões de resgate;
- as restrições ao resgate;
- os resgates em espécie;
- os fundos de separação de ativos ilíquidos (*side pockets*); e
- a suspensão dos resgates.

O único instrumento comum a todas as jurisdições participantes é a suspensão dos resgates, sendo o resgate em espécie, disponível em 17 Estados-Membros, o segundo instrumento mais comunmente disponível.

**Na maioria dos Estados-Membros, os gestores de fundos têm a responsabilidade exclusiva pela ativação dos instrumentos de gestão de liquidez – as autoridades de regulamentação desempenham apenas um papel secundário no processo e não podem ativar os instrumentos.** Os gestores de fundos não necessitam de autorização das autoridades de regulamentação para ativar a maioria dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais. Apenas três Estados-Membros da UE requerem autorização para alguns instrumentos e só um exige que seja solicitada autorização para exercer o poder de suspensão dos resgates. Contudo, os instrumentos de liquidez e as circunstâncias em que podem ser utilizados têm, em geral, de ser enunciados nos documentos constitutivos do fundo de investimento, os quais estão sujeitos a autorização nos Estados-Membros da UE. As autoridades de regulamentação não estão, normalmente, autorizadas a ativar instrumentos. A exceção geral é a suspensão dos resgates, que pode ser imposta por uma autoridade de regulamentação, se esta considerar que tal é do interesse público, o que, presumivelmente, inclui também fatores relacionados com a estabilidade financeira. Em várias jurisdições, as ANC dispõem do poder de ativar restrições ao resgate.

**A disponibilidade dos instrumentos está, em alguns casos, limitada a determinados tipos de fundos de investimento e/ou a circunstâncias excecionais.** A opção de recorrer a um instrumento de gestão de liquidez adicional varia em condições normais. Em alguns Estados-Membros, certos instrumentos podem ser usados em circunstâncias normais – em regra, na condição de a sua possível utilização ter sido previamente estipulada na documentação relativa ao fundo. Em outros Estados-Membros, o recurso a determinados instrumentos está limitado a circunstâncias excecionais. Em todos os Estados-Membros, a utilização do poder de suspensão dos resgates restringe-se apenas a circunstâncias excecionais.

<sup>(1)</sup> O inquérito da IOSCO abrange tanto Estados-Membros da UE como países terceiros. Este relatório centra-se nas respostas dos 11 Estados-Membros da UE participantes. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

<sup>(2)</sup> Para mais informações, ver o quadro A1 do anexo.

**As orientações fornecidas pelas autoridades de regulamentação no tocante à utilização de instrumentos de gestão de liquidez adicionais são heterogêneas e divergem de instrumento para instrumento.** Nem sempre se encontra definido um prazo máximo para a aplicação da suspensão dos resgates e três Estados-Membros não fornecem quaisquer orientações quanto à utilização deste instrumento. No que respeita a outros instrumentos de gestão de liquidez adicionais, raramente existem definições formais, embora os Estados-Membros tenham, normalmente, um conhecimento geral dos instrumentos. Na maioria dos casos, não existem disposições regulamentares específicas na legislação nacional nem orientações das ANC relativamente à utilização dos instrumentos.

**O Conselho de Estabilidade Financeira identificou o desajustamento de liquidez como uma potencial vulnerabilidade estrutural dos fundos de investimento de tipo aberto e sugeriu que os instrumentos de gestão do risco de liquidez estivessem mais amplamente disponíveis.** A disponibilidade de um conjunto diversificado de instrumentos de gestão de liquidez *ex ante* e *ex post* em todos os Estados-Membros melhoraria a capacidade de reagir a situações de tensão de liquidez, reduzindo, por conseguinte, os riscos para a estabilidade financeira. As ANC e os gestores de fundos de investimento também indicaram, nas suas respostas a uma consulta realizada pela Comissão Europeia, que acolheriam com agrado uma maior disponibilidade de instrumentos de gestão de liquidez <sup>(1)</sup>.

**Efeitos a nível transfronteiras realçam a necessidade de um quadro regulamentar mais harmonizado.** Dado que, com frequência, os OICVM e os FIA investem e operam a nível transfronteiras, o potencial impacto de problemas de liquidez não se limita às jurisdições nas quais os respetivos OICVM e FIA estão domiciliados. O contágio pode, assim, contribuir para espirais de liquidez com efeitos transfronteiras. Um conjunto homogêneo de instrumentos de gestão de liquidez deve, por conseguinte, estar disponível em toda a UE. Tal proporcionará aos fundos de investimento um conjunto comum de instrumentos de gestão de liquidez adicionais, que os gestores de fundos devem avaliar e, conforme apropriado, incluir nos documentos constitutivos dos fundos de investimento, com vista a mitigar os riscos de liquidez transfronteiras. Por norma, todos os FIA e OICVM devem incluir, nos seus documentos constitutivos, o poder de suspender os resgates em condições de tensão no mercado.

**A recomendação visa facilitar a ativação de instrumentos de gestão de liquidez, para além de melhorar a sua disponibilidade.** Os gestores de fundos podem mostrar-se relutantes em recorrer a determinados instrumentos de gestão de liquidez por uma série de razões, incluindo preocupações em termos de reputação ou contágio. A ativação de um instrumento pode ter repercussões que afetem outros fundos de investimento geridos pelo mesmo gestor de fundos. Em alguns casos, até fundos de investimento geridos por gestores diferentes, mas com uma concentração de carteira semelhante, podem ser afetados. Assim, a inclusão de instrumentos de gestão de liquidez adicionais nos documentos constitutivos de um fundo de investimento pode não ser o suficiente para reduzir eficazmente os riscos de liquidez associados ao fundo, se o gestor se mostrar relutante em aplicar o instrumento na prática. Os gestores de fundos devem, portanto, assegurar a capacidade operacional e o planeamento de contingência necessários para a ativação tempestiva dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais. Cada prospeto ou informação pré-contratual do fundo de investimento divulgado aos investidores deve, por conseguinte, referir todos os instrumentos de gestão de liquidez adicionais incluídos nos documentos constitutivos, o seu objetivo e uma descrição de como são utilizados. Tal proporcionará clareza e familiarizará os investidores com instrumentos que não são comumente utilizados.

**O objetivo das recomendações é encorajar uma abordagem coerente à utilização de instrumentos de gestão de liquidez nos Estados-Membros.** A fim de assegurar a aplicação consistente de instrumentos de gestão de liquidez adicionais nos Estados-Membros, a proposta legislativa deve obrigar a ESMA a desenvolver orientações de alto nível sobre a forma como os instrumentos de gestão de liquidez adicionais devem ser implementados num processo de gestão da liquidez de um fundo de investimento e os requisitos de reporte e de transparência que devem ser estabelecidos. Para um melhor conhecimento dos efeitos dos instrumentos de gestão de liquidez adicionais sobre a estabilidade financeira, o CERS deve colaborar com a ESMA nas questões macroprudenciais. Os gestores de fundos devem prestar informação à ANC sobre a implementação e utilização de instrumentos de gestão de liquidez adicionais. Com vista a aligeirar as obrigações de prestação de informação sobre os instrumentos de gestão de liquidez adicionais utilizados de forma regular ou constante, a informação prestada poderia abranger apenas a utilização dos instrumentos em circunstâncias de tensão no mercado.

**Poderiam ser utilizados instrumentos de gestão de liquidez *ex ante* para mitigar a acumulação e o impacto de risco sistémico, ao passo que os instrumentos de gestão de liquidez *ex post* poderiam ser ativados em condições de tensão no mercado, quando os fundos de investimento enfrentam fluxos de saída consideráveis.** Os dois tipos de instrumentos ajudariam, assim, a fazer face aos riscos para a estabilidade financeira decorrentes de desajustamentos de liquidez dos fundos de investimento. Recomenda-se, por conseguinte, que ambos os tipos estejam disponíveis a nível da UE. A caixa 2 explica mais pormenorizadamente os diferentes instrumentos, embora se reconheça que alguns deles nem sempre serão adequados ou necessários para todos os tipos de fundos de investimento de tipo aberto.

<sup>(1)</sup> Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments, disponível em [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm).

## Caixa 2: Instrumentos de gestão de liquidez

### Instrumentos de gestão de liquidez <sup>(1)</sup> *ex ante*/híbridos <sup>(2)</sup>

O mecanismo de oscilação de preços visa proteger os participantes nos fundos de investimento de efeitos adversos sobre os preços provocados por transações realizadas por outros investidores. Pode ser utilizado para ajustar o preço das ações/unidades de participação num fundo de investimento, a fim de contribuir para o custo das transações do fundo desencadeadas pelos investidores <sup>(3)</sup>. Na prática, o VPL do fundo de investimento é ajustado em sentido descendente (ascendente) no caso de grandes fluxos de saída (entrada), pelo que os custos de transação são suportados pelos investidores que compram ou vendem ações/unidades de participação e não pelos investidores existentes. Estas variações de preço, se compreendidas pelos investidores, devem incentivá-los a ajustar o seu comportamento de resgate e subscrição de uma forma que ajude a estabilizar os fluxos líquidos dos fundos de investimento. O mecanismo de oscilação de preços pode ser aplicado a todas as subscrições e resgates dos investidores (aplicação plena) ou apenas a subscrições e resgates superiores a um determinado limiar (aplicação parcial). No caso de uma aplicação parcial, determina-se um limiar de oscilação e, sempre que os fluxos de saída líquidos ultrapassem esse limiar, o VPL do fundo de investimento é ajustado em sentido descendente e vice-versa. Os limiares podem ser variáveis, pelo que o mecanismo pode ser ajustado às condições de mercado/liquidez, limitando, assim, o comportamento de otimização pelo investidor (ou seja, evitando que os investidores prevejam a utilização do mecanismo de oscilação de preços e atuem em conformidade). Em condições de aplicação plena, o VPL é continuamente ajustado, consoante se verifiquem fluxos de entrada ou de saída líquidos. O mecanismo de oscilação de preços é um instrumento que pode influenciar eficazmente o comportamento de resgate e subscrição dos investidores, estabilizando a rentabilidade do fundo e reduzindo a probabilidade de surgirem vantagens de ser o primeiro a agir e de ocorrerem as vendas forçadas (*fire sales*) associadas. No entanto, os investidores que estiverem determinados a sair de um fundo fá-lo-ão, mesmo que incorram nos custos resultantes da oscilação de preços. Dado que pode haver múltiplos VPL, a utilização do mecanismo de oscilação de preços pode ser bastante complexa e onerosa e não ser viável para fundos de investimento de pequena dimensão.

**De igual modo, as quotizações antidiluição implicam que os investidores têm de pagar uma taxa suplementar ao fundo de investimento quando subscrevem ou resgatam ações/unidades de participação em fundos de investimento.** As subscrições e resgates de um fundo de investimento podem influenciar o valor do mesmo. Tal aplica-se, em particular, quando as ações/unidades de participação em fundos de investimento não são simplesmente transferidas entre compradores e vendedores compatíveis, mas um desequilíbrio entre compradores e vendedores exige que o gestor do fundo compre ou venda ativos subjacentes. Tal envolverá comissões de transação, bem como impostos e custos de liquidez relacionados, que têm impacto no VPL do fundo de investimento, dando origem a diluição. Uma quotização antidiluição cobre estes custos de negociação.

**O mecanismo de oscilação de preços e as quotizações antidiluição desincentivam o comportamento pró-cíclico, embora apenas o primeiro incentive um comportamento anticíclico.** Em contraste com o mecanismo de oscilação de preços, as quotizações antidiluição não incentivam os investidores a agir de forma contracíclica (ou seja, a subscrever durante uma fase de resgate), uma vez que, neste caso, os investidores não beneficiam dos preços de venda ou de resgate mais favoráveis criados pelo mecanismo de oscilação de preços. Nem as quotizações antidiluição nem o mecanismo de oscilação de preços geram custos adicionais para o fundo de investimento – apenas alteram a forma como os custos são transmitidos aos investidores.

### Instrumentos de gestão de liquidez *ex post*

**As restrições ao resgate (resgates diferidos) atrasam temporariamente os resgates.** Uma restrição ao resgate é um diferimento temporário do direito dos participantes no fundo de resgatarem as suas ações/unidades de participação. Este diferimento pode ser total – implicando que os investidores não podem, de modo algum, resgatar as suas ações/unidades de participação – ou parcial, o que significa que os investidores podem resgatar apenas uma determinada parte das suas ações/unidades de participação. As restrições ao resgate podem também ser concebidas de tal forma que, quando os pedidos de resgate ultrapassem um determinado limiar (por exemplo, 10 % do VPL de um fundo de investimento que

<sup>(1)</sup> Os testes de esforço constituem um instrumento adicional de liquidez fundamental, já que testam as práticas de gestão da liquidez perante eventos de esforço significativos com potencial para expor os fundos a problemas graves de liquidez. Dado existir uma recomendação separada que aborda os testes de esforço, o tema não é discutido aqui (ver a recomendação C).

<sup>(2)</sup> Uma vez que os ajustamentos do VPL podem ser realizados *ex post*, os instrumentos também podem ser considerados híbridos – ou seja, implementados *ex ante*, mas ativados *ex post*.

<sup>(3)</sup> O mecanismo de oscilação de preços é utilizado por fundos de preço único; os fundos de preço duplo têm mecanismos similares, que permitem ao gestor do fundo determinar se o preço de negociação deve ser fixado entre os preços a que as ações/unidades de participação são criadas e canceladas, por forma a garantir que o custo das transações do fundo é suportado pelos investidores que entram ou saem, conforme apropriado.

ofereça negociações diárias ou semanais), uma sociedade gestora de fundos de investimento possa decidir transferir quaisquer pedidos de resgate acima desse limiar para o período de negociação seguinte. Em condições de tensão no mercado, as restrições ao resgate conferem aos gestores de fundos mais tempo e flexibilidade para reagir aos pedidos de resgate dos investidores e assegurar a venda ordenada dos ativos subjacentes, o que pode diminuir o risco de vendas forçadas.

**Os resgates em espécie libertam o gestor de fundos da necessidade de liquidar grandes quantidades de ativos, em caso de resgates em larga escala.** Um gestor de fundos pode decidir satisfazer um pedido de resgate, transferindo títulos, em vez de numerário, para o titular das participações que solicita o resgate. Dado que uma grande venda *ad hoc* de ativos pode ter um impacto significativo no mercado, o resgate em espécie pode proteger os investidores que permanecem no fundo de custos de liquidação elevados em que, de outra forma, poderiam incorrer. Este mecanismo pode ser adequado para ordens de resgate de investidores institucionais. No entanto, em geral, é menos adequado para resgates de investidores não profissionais, pois pode não ser viável resgatar ações/unidades de participação individuais do fundo de investimento em espécie e fazê-lo pode também envolver elevados custos operacionais e de reputação. Embora os investidores possam vender ativos resgatados em espécie da mesma forma que os gestores de fundos, seriam obrigados a internalizar os custos dessas vendas, em vez de os dispersarem por todos os investidores no fundo. O impacto no mercado (e, conseqüentemente, na estabilidade financeira) poderia, contudo, ser o mesmo, independentemente de ter sido o próprio fundo de investimento ou os investidores a venderem os ativos subjacentes.

**Os «fundos de separação de ativos ilíquidos» permitem que investimentos ilíquidos sejam separados dos restantes investimentos líquidos do fundo de investimento.** Esta abordagem apresenta duas vantagens. Primeiro, os investidores que necessitam de liquidez ainda podem receber a parte líquida dos investimentos do fundo de investimento a, presumivelmente, um baixo custo de liquidação. Segundo, a abordagem protege os interesses dos investidores que desejam permanecer no fundo de investimento, uma vez que o gestor do fundo não é obrigado a liquidar ativos a preços de mercado ou abaixo dos mesmos, se se deparar com uma elevada procura de resgate. Os fundos de separação de ativos ilíquidos são, assim, especialmente adequados quando um fundo tem de fazer face a interesses divergentes por parte dos investidores – isto é, quando alguns investidores desejam manter-se no fundo e outros desejam resgatar as suas ações/unidades de participação. As práticas relativas às regras que regem as circunstâncias em se podem criar fundos de separação de ativos ilíquidos variam entre Estados-Membros.

**Os períodos de pré-aviso conferem aos gestores de fundos flexibilidade adicional para gerir a liquidez dos fundos.** O período de pré-aviso refere-se ao período de notificação prévia que os investidores têm de dar aos gestores de fundos quando resgatam os seus investimentos. Muitas vezes, os períodos de pré-aviso já estão estipulados nos documentos constitutivos do fundo de investimento, dando aos gestores de fundos mais tempo para satisfazer os pedidos de resgate sem terem de vender ativos imediatamente com desconto.

**A suspensão dos resgates é um instrumento de último recurso durante uma crise de liquidez.** As suspensões funcionam como «disjuntoras», proporcionando aos gestores de fundos tempo adicional para, em situações de tensão financeira, liquidar ativos de forma ordenada. Em vez de terem de tomar decisões apressadas e liquidar ativos a qualquer preço, os gestores de fundos dispõem de tempo adicional para encontrar a solução ideal. Além disso, este tempo adicional pode permitir aos gestores de fundos e às autoridades de supervisão comunicar melhor as razões da tensão aos investidores, evitando, potencialmente, o pânico. As suspensões são, portanto, amplamente encaradas como um instrumento importante na gestão de resgates em larga escala numa situação de crise. Podem, porém, implicar custos elevados em termos de bem-estar para os investidores, impedindo-os de resgatar os seus investimentos. Acresce que existem receios de que investidores sofisticados possam conseguir prever uma suspensão dos resgates e procurar resgatar as suas ações/unidades de participação antes dos outros (por oposição ao objetivo inicial do instrumento, que consiste em mitigar as vantagens de ser o primeiro a agir), provocando até eventualmente uma corrida.

### **Recomendações A(2) e A(3) – Disposições adicionais relativas à função das ANC e da ESMA em relação à suspensão de resgates pelas ANC com implicações para a estabilidade financeira transfronteiras**

**A suspensão dos resgates é o único instrumento disponível em todos os Estados-Membros.** Em princípio, a decisão de suspender os resgates é, acima de tudo, da responsabilidade do gestor de fundos, sendo deixada ao seu critério (ver a caixa 2). A suspensão dos resgates pode, contudo, também ser ordenada pelas ANC, tanto no que respeita a OICVM como a FIA, se for do interesse dos titulares de ações/unidades de participação ou do público.

**Os gestores de fundos poderão não suspender os resgates, se não conseguirem internalizar o efeito de resgates em larga escala na estabilidade do sistema financeiro.** Uma corrida apenas a um fundo de investimento pode ser o suficiente para provocar o pânico geral entre os investidores e levantamentos em larga escala de outros fundos. Em resultado, os fundos de investimento podem igualmente enfrentar graves tensões em termos de liquidez e ser forçados a vender quantidades substanciais de ativos. Se a dimensão dos fundos de investimento afetados for grande face a um mercado ou a um setor, poderão verificar-se descidas consideráveis dos preços dos ativos, conduzindo a uma espiral em sentido descendente. Assim, prevenir as corridas e as conseqüentes vendas forçadas em grande escala é de extrema importância para a estabilidade financeira.

**Os gestores de fundos podem não suspender os resgates por estarem preocupados com o risco de reputação.**

Um dos principais obstáculos ao recurso a uma suspensão dos resgates é o impacto potencialmente negativo para a reputação do gestor de fundos. Dado que a necessidade de uma suspensão pode facilmente ser atribuída a uma gestão deficiente da liquidez por parte do gestor de fundos, poderá verificar-se uma perda de confiança persistente no seu profissionalismo. Por conseguinte, os gestores de fundos podem abster-se de recorrer à suspensão dos resgates, mesmo que a mesma seja do interesse coletivo de todos os investidores no fundo de investimento. Em outros casos, os gestores de fundos podem também decidir não ordenar a suspensão dos resgates, se considerarem que tal não é do interesse dos investidores nos seus fundos. Nestes casos, quando a suspensão do resgate não é utilizada pelos gestores de fundos ainda que seja justificada de uma perspetiva macroprudencial, as ANC devem exigir a suspensão dos resgates.

**Os regimes de passaporte na UE implicam que devem ser conferidas às ANC atribuições e responsabilidades que lhes permitam exigir a suspensão dos resgates.**

Os regimes de passaporte permitem aos GFIA e às sociedades gestoras de OICVM comercializar unidades de participação ou ações a nível transfronteiras junto de investidores no Espaço Económico Europeu (EEE). Possibilitam igualmente a realização de atividades de gestão transfronteiras pelos gestores desses fundos de investimento. Se um fundo de investimento estiver estabelecido num Estado-Membro, mas o GFIA ou a sociedade gestora de OICVM estiverem estabelecidos em outro, poderá não ser claro qual é a ANC responsável pela gestão da suspensão dos resgates ou quando é que uma autoridade deve intervir, exercendo os seus poderes de suspensão. A ausência de responsabilidades claramente atribuídas pode conduzir a reações insuficientes ou atrasadas em condições de tensão e de rápida mudança no mercado. As responsabilidades partilhadas e/ou o facto de a responsabilidade recair na autoridade menos bem informada podem, portanto, ter consequências negativas indesejadas. Para evitar situações desta natureza, recomenda-se à Comissão Europeia que proponha que a legislação aplicável da União clarifique as atribuições e responsabilidades das ANC envolvidas.

**Caso existam implicações para a estabilidade financeira transfronteiras, devem ser notificadas outras autoridades competentes, incluindo a ESMA e o CERS, antes de a autoridade responsável exercer o seu poder de ordenar a suspensão dos resgates.**

Uma vez que o regime de passaporte permite a comercialização de fundos numa base transfronteiras no EEE, exigir a suspensão dos resgates poderá afetar diretamente os investidores e os mercados de outras autoridades competentes. Por conseguinte, ordenar a suspensão dos resgates de um determinado fundo de investimento poderá igualmente ter impacto nos mercados financeiros e na confiança dos investidores de outras jurisdições. Se as autoridades competentes não forem informadas, as reações do mercado poderão constituir uma surpresa e restringir a tomada de medidas regulamentares apropriadas. A fim de mitigar potenciais riscos para a estabilidade financeira, recomenda-se à Comissão Europeia que proponha a inclusão da obrigação de notificar previamente as autoridades competentes na legislação da UE pertinente. Esta obrigação deve, contudo, ser formulada de forma a não impedir as ANC de agirem imediatamente numa situação de crise.

**A ESMA deve procurar dar aconselhamento, bem como facilitar e coordenar o exercício dos poderes de suspensão dos resgates pelas ANC, caso existam implicações para a estabilidade financeira transfronteiras.** Tendo em conta as características nacionais, a ESMA deverá adotar um papel consultivo e de coordenação, de modo a assegurar às ANC condições de igualdade no exercício dos seus poderes de suspensão dos resgates, com vista a mitigar os riscos para a estabilidade financeira. Este papel de coordenação deve envolver a liderança nas questões práticas que as ANC precisam de ter em conta ao exercer os seus poderes de suspensão dos resgates. Além disso, atualmente não existe uma definição homogénea e precisa de «interesse público». A ESMA deve promover, entre as ANC, um entendimento comum da forma como as disposições relevantes estabelecidas na Diretiva 2009/65/CE e na Diretiva 2011/61/UE se relacionam com a estabilidade financeira e o risco sistémico, sem tornar as autoridades de regulamentação previsíveis e gerar risco moral. Estas disposições irão não apenas facilitar uma abordagem mais harmonizada à suspensão dos resgates, mas também apoiar a ideia de que esta deve passar a ser um instrumento funcional para ajudar a mitigar os riscos em termos de estabilidade financeira.

### II.1.2 Efeitos indesejados

**Existe o risco de que investidores institucionais bem informados possam prever a ativação de um determinado instrumento.** Tal pode reduzir ou anular a eficácia do mesmo, uma vez que os investidores tentarão agir antes da sua aplicação efetiva. Em determinadas circunstâncias, prever a ativação de um instrumento pode até resultar em cenários de corrida, dando azo a uma espiral de liquidez. Por esse motivo, as orientações devem evitar qualquer tipo de automatismo e normatividade.

**Os instrumentos de gestão de liquidez podem ser úteis quando as condições de tensão no mercado são persistentes.** Dependendo das circunstâncias de mercado, instrumentos *ex post* podem apenas diferir o problema de liquidez, dado que suspendem os resgates somente por um período limitado (por exemplo, restrições ao resgate). Estes instrumentos não eliminam o problema perante condições de tensão no mercado persistentes e não podem, portanto, substituir medidas estruturais, como as que visam dar resposta a desajustamentos de liquidez excessiva.

## II.2 Recomendação B – Medidas adicionais para reduzir a probabilidade de desajustamentos de liquidez excessiva

### II.2.1 Fundamentação económica e efeitos desejados

**Os fundos de investimento que gerem ativos de menor liquidez intrínseca não suscitam forçosamente preocupações em termos de estabilidade financeira.** Assegurar o acesso a uma variedade de classes de ativos aumenta a eficiência de mercado, uma vez que oferece mais oportunidades de investimento e melhora o acesso dos emitentes

deses ativos a financiamento. De uma perspetiva de política económica, permitir que os fundos de investimento invistam em classes de ativos menos ativamente transacionadas, como participações privadas, obrigações de empresas sem notação ou empréstimos, também contribui para a diversificação do financiamento na economia. Tal coincide com o aumento da procura de mais oportunidades de investimento por parte dos investidores no contexto de um período prolongado de taxas de rentabilidade baixas.

**Os riscos para a estabilidade financeira surgem quando existe um grande desajustamento entre a liquidez destes ativos e a liquidez oferecida aos investidores através das políticas de resgate de fundos.** Comparativamente com fundos de investimento que investem em ativos líquidos, nos quais apenas um grande número de resgates teria impacto nos preços de mercado, a obrigação (sob reserva da possibilidade de o fundo ser suspenso) de vender mesmo uma pequena quantidade de ativos de menor liquidez pode rapidamente conduzir a grandes amplificações de descidas do mercado. A disponibilidade de pontos de resgate frequentes é particularmente problemática se levar os investidores a sobrestimar a liquidez dos ativos detidos pelos fundos de investimento em que investiram, o que pode dar origem a vendas forçadas, designadamente por parte de investidores alavancados.

**Assegurar que a política de resgate de um fundo de investimento de tipo aberto está estruturalmente alinhada com o perfil de liquidez dos seus ativos deverá reduzir os riscos associados a vendas forçadas.** Os gestores dispõem de várias opções quando investem substancialmente em ativos de menor liquidez. Por exemplo, do lado do ativo, definir limites à proporção de ativos de menor liquidez em que um gestor pode investir melhoraria a capacidade do gestor do fundo de proceder ao resgate, mesmo em condições de tensão no mercado. Assegurar que existem ativos líquidos suficientes reduziria a vantagem de ser o primeiro a agir e o risco de uma corrida. Além de dar resposta aos desajustamentos de liquidez excessiva ao nível de cada fundo, reduziria também a magnitude das vendas coletivas e o risco de vendas forçadas. Por último, reduziria a probabilidade e a gravidade de um evento sistémico.

**Melhorar a capacidade de um fundo de investimento para honrar os resgates em condições de tensão no mercado reduz igualmente a probabilidade de uma suspensão dos resgates.** Aumentar a resiliência estrutural dos fundos de investimento evitaria a dependência excessiva de instrumentos de gestão de liquidez adicionais, uma vez que parte dos comentários dos meios de comunicação social se refere especificamente a um potencial efeito indesejado do próprio instrumento de suspensão <sup>(1)</sup>.

**Do lado do passivo, os gestores podem implementar políticas de resgate e reduzir a frequência dos resgates proporcionados por um fundo de investimento e/ou impor períodos de pré-aviso aos investidores que desejem efetuar o resgate de um fundo de investimento.** Em caso de níveis anormais de fluxos de saída, restringir os resgates daria ao gestor do fundo mais tempo para liquidar ativos de forma a satisfazer os pedidos de resgate. Além disso, daria ao mercado mais tempo para encontrar uma solução para os receios subjacentes ou para a dissipação natural dos mesmos com o tempo (por exemplo, no caso dos *property funds* no Reino Unido). Em algumas situações, permitiria uma intervenção abrangente por parte das autoridades, o que poderia ajudar a aliviar as tensões subjacentes imediatas. No caso de períodos de pré-aviso, ter conhecimento antecipado da data de vencimento daria aos investidores um nível de planeamento das suas posições de liquidez que a suspensão dos resgates não permite.

**Os fundos imobiliários constituem um exemplo de fundos que podem apresentar desajustamentos de liquidez elevados.** Normalmente, os fundos imobiliários investem em ativos subjacentes de menor liquidez, estando sujeitos a desajustamentos de liquidez significativos, se tiverem uma estrutura de tipo aberto. A combinação de desajustamentos de liquidez e recurso à alavancagem pode gerar riscos sistémicos. Os investidores que procedem ao resgate antecipado podem beneficiar da vantagem de ser o primeiro a agir, iniciando, assim, uma corrida, uma vez que esses fundos de investimento detêm poucos ativos líquidos disponíveis para satisfazer os resgates. Em virtude da alavancagem, estes pedidos de resgate podem forçar o gestor a vender uma parte maior da carteira, com o impacto associado nos preços dos ativos. Estes fundos de investimento poderiam acabar por amplificar e propagar os riscos ao conjunto do sistema financeiro <sup>(2)</sup>. No caso dos *property funds* no Reino Unido, as suspensões ajudaram a evitar as vendas rápidas e generalizadas de imóveis para fins comerciais, na sequência do referendo sobre a permanência do Reino Unido na UE (ver a caixa 3). No entanto, conforme salientado pelo Bank of England, ainda existe uma vulnerabilidade subjacente, que pode advir de desajustamentos de liquidez entre o ativo e o passivo dos fundos de investimento. Os futuros choques no mercado de imóveis para fins comerciais podem dar origem a ciclos de resgates, suspensões e vendas com desconto.

<sup>(1)</sup> Para alguns exemplos de potenciais consequências indesejadas relacionadas com os desenvolvimentos recentes ao nível dos *property funds* (fundos de investimento imobiliário) no Reino Unido, ver <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> ou <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, consultados em novembro de 2017.

<sup>(2)</sup> Bank of England, *Financial Stability Report*, novembro de 2016.

### Caixa 3: Fundos imobiliários – o caso dos *property funds* no Reino Unido

**As características dos fundos imobiliários variam no seio da UE.** Normalmente, os fundos imobiliários investem em ativos de menor liquidez, como bens imóveis, direitos reais sobre bens imóveis e participações no capital de empresas imobiliárias. Em algumas jurisdições, só são autorizados fundos imobiliários de tipo fechado. Nesse caso, os investidores apenas podem resgatar ações/unidades de participação em datas de vencimento pré-estabelecidas e, em regra, unicamente na data de vencimento do fundo de investimento. Em outras, as regras do fundo de investimento e a documentação de oferta de estruturas de tipo aberto conferem aos investidores o direito de solicitar o resgate das suas ações/unidades de participação com maior frequência. Tal pode conduzir a uma transformação de liquidez em grande escala, particularmente se esses fundos de investimento oferecerem resgates numa base semanal ou diária.

**Um exemplo de receios relacionados com os fundos imobiliários verificou-se no Reino Unido, na sequência do referendo de 23 de junho de 2016 sobre a permanência do país na UE.** Entre julho e dezembro de 2016, vários dos 19 organismos de investimento coletivo (OIC) <sup>(1)</sup> autorizados do Reino Unido que investem em bens imóveis diretos aplicaram algum tipo de medida de liquidez especial. O mercado imobiliário no Reino Unido tinha registado um declínio de valores e resgates de fundos de investimento durante cerca de oito meses antes do referendo e o voto no sentido de abandonar a UE provocou um aumento dos pedidos de resgate por parte dos investidores. Cerca de 15 fundos de investimento que ofereciam negociação diária registaram resgates acumulados de 4,1 % do VPL, atingindo mesmo 8 % do VPL num caso. Ao mesmo tempo, dez fundos de investimento realizaram ajustamentos em termos de fixação de preços pelo justo valor (*fair value pricing* – FVP), que se situaram num intervalo entre 4 % e 15 %.

**Os fundos de investimento afetados adotaram diferentes abordagens à utilização de instrumentos de gestão de liquidez.** Na primeira semana de julho, seis fundos de investimento de negociação diária, que representavam cerca de GBP 14,6 mil milhões, suspenderam os resgates (três deles tinham também aplicado ajustamentos em termos de fixação de preços pelo justo valor). Um dos fundos de investimento retomou as negociações aplicando um ajustamento antidi-luição, a fim de refletir o desconto necessário para vender rapidamente uma série de bens imóveis. Os outros gestores de fundos mantiveram os respetivos fundos de investimento suspensos até considerarem que existia clareza suficiente no tocante às valorizações dos ativos. As normas da Autoridade de Conduta Financeira (*Financial Conduct Authority* – FCA) do Reino Unido exigem que os gestores de fundos reexaminem a justificação para uma suspensão, pelo menos, cada 28 dias, mas não estabelecem um prazo máximo para a manutenção da suspensão.

**A procura de resgate começou a regressar a níveis normais a partir de meados de julho. Os fundos de investimento que tinham suspenso os resgates começaram gradualmente a retomar a negociação, o último dos quais em meados de dezembro.** Os fundos de investimento que ofereciam liquidez mensal ou trimestral não registaram níveis de pedidos de resgate superiores ao habitual ou conseguiram garantir a disponibilidade de níveis suficientes de numerário e de outros ativos líquidos para satisfazer a procura.

**Este episódio teve impacto em alguns fundos de investimento ligados a unidades de participação, mas não se verificou um efeito de contágio a outras classes de ativos.** A suspensão da negociação afetou alguns fundos de investimento ligados a unidades de participação que tinham investido em OIC para ganhar exposição ao imobiliário enquanto classe de ativos. Desses fundos de investimento, 59, com ativos sob gestão no valor de GBP 2 mil milhões, tinham investido no OIC que suspendera a negociação. Em alguns casos, tal afetou a capacidade dos fundos de cumprir as respetivas obrigações não contratuais, incluindo cessões ou transmissões de direitos, embora não tenha tido impacto no pagamento de benefícios, quer na data de vencimento quer por morte dos segurados.

**O Bank of England salientou os riscos de contágio no seu *Financial Stability Report* de julho de 2016 <sup>(2)</sup>.** Contudo, a natureza do evento de mercado reduziu o risco de um possível impacto sistémico. O choque não constituiu um evento de crédito generalizado, mas sobretudo um evento específico do Reino Unido que afetou os preços do imobiliário. Além disso, o impacto dos resgates de fundos de investimento de negociação diária foi adequadamente contido através do recurso aos instrumentos já à disposição dos fundos. Acresce que o valor dos fundos de investimento afetados foi reduzido: em termos de ativos sob gestão, os OIC imobiliários autorizados representavam cerca de 2,7 % dos fundos de investimento de tipo aberto do Reino Unido (GBP 949,7 mil milhões). Em termos agregados, todos os fundos de investimento de tipo aberto detinham aproximadamente GBP 35 mil milhões em imóveis para fins comerciais, ou seja, menos de 10 % do mercado (GBP 683 mil milhões).

<sup>(1)</sup> Nos termos da Diretiva 2011/61/UE, estes fundos são considerados FIA, mas estão sujeitos a autorização e regulamentação ao abrigo da legislação do Reino Unido.

<sup>(2)</sup> Bank of England, *Financial Stability Report*, julho de 2016.

**Outro exemplo é o caso de fundos de obrigações que investem em títulos com grau de não investimento ou sem notação, que podem apresentar desajustamentos de liquidez significativos.** Em dezembro de 2015, um grande fundo de obrigações de elevada rendibilidade dos Estados Unidos anunciou que iria liquidar a sua carteira e suspender os resgates. O gestor do fundo considerou que, no contexto de uma redução generalizada da liquidez nos mercados de rendimento fixo, os pedidos de resgate por parte dos investidores tornavam inviável a obtenção de numerário suficiente para atender os pedidos de resgate sem recorrer à venda de ativos a preços com desconto, prejudicando assim os restantes participantes no fundo. Esta foi uma consequência da reduzida liquidez intrínseca dos ativos detidos pelo fundo de investimento, nomeadamente obrigações de empresas com notação CCC e inferior ou sem notação (também designadas «títulos de alto risco»), associada a um nível baixo de numerário e outros ativos líquidos.

**Na maioria dos fundos de investimento da UE, não existem grandes desajustamentos de liquidez.** Entende-se, por exemplo, que os fundos de ações (*equity funds*) estão envolvidos de forma limitada na transformação de liquidez <sup>(1)</sup>, dado que a maioria das ações cotadas é considerada líquida mesmo em condições de tensão. De igual modo, os dados sobre os fundos de obrigações parecem apontar para um compromisso entre transformação de liquidez e transformação de prazos de vencimento <sup>(1)</sup>. Os fundos de investimento centrados em dívida empresarial de menor liquidez investem, normalmente, em títulos com prazo de vencimento inferior à média, ao passo que os fundos de investimento que apostam em obrigações soberanas de maior liquidez tendem a investir em ativos de mais longo prazo. Um fundo que investe em ativos líquidos de longo prazo pode, em geral, vendê-los a qualquer momento, enquanto um fundo que investe em ativos menos líquidos de curto prazo deve conseguir renovar a sua carteira com frequência, limitando, assim, a sua transformação de liquidez <sup>(2)</sup>.

**Em contraste, os maiores desfasamentos de prazos de vencimento ocorrem nos FIA de tipo aberto que investem em ativos de menor liquidez intrínseca.** Os fundos imobiliários, em particular, representam 5 % dos fundos de investimento na Europa (€658 mil milhões) – a maioria é de tipo aberto e está exposta a desajustamentos de liquidez, conforme refletido no *EU Shadow Banking Monitor* do CERS (quadros 1 e 2). O setor dos fundos imobiliários também adquiriu importância nos últimos anos, tendo os ativos sob gestão aumentado 34 % em dois anos (até ao quarto trimestre de 2016), o que compara com 19 % no restante setor dos fundos. O *EU Shadow Banking Monitor* do CERS mostra igualmente que os fundos de cobertura (€436 mil milhões) estão envolvidos na transformação de liquidez, dependendo da sua estratégia. Comparativamente, os fundos de empréstimos constituem ainda um setor incipiente (€26 mil milhões).

Quadro 1

**Transformação de liquidez por fundos de investimento**

Tipo de fundo	Fundos de obrigações	Fundos de cobertura	Fundos imobiliários	Exchange Traded Funds	Fundos de investimento em participações privadas
	●	●	●	●	○

Códigos de cores: ● = envolvimento elevado; ● = envolvimento médio; ● = envolvimento reduzido; ○ = envolvimento improvável ou insignificante

Quadro 2

**Ativos dos fundos de investimento da área do euro (em biliões de euros)**

	Dez. 2014	Jun. 2015	Dez. 2015	Jun. 2016	Dez. 2016	Mar. 2017	Abr. 2017
<b>Fundos de obrigações</b>	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
<b>Fundos de ações</b>	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
<b>Fundos de cobertura</b>	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
<b>Fundos mistos</b>	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

<sup>(1)</sup> Ver CERS, *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 2, 2017.

<sup>(2)</sup> Ver CERS, *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 1, 2016.

	Dez. 2014	Jun. 2015	Dez. 2015	Jun. 2016	Dez. 2016	Mar. 2017	Abr. 2017
<b>Fundos imobiliários</b>	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
<b>Total</b>	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

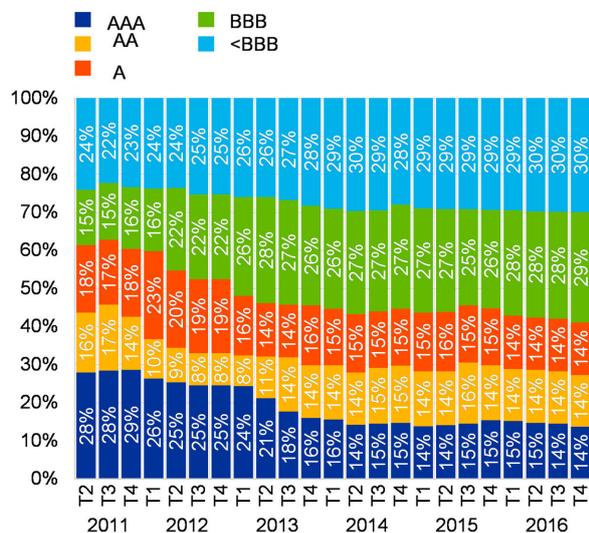
Nos últimos anos, tem-se observado um padrão em alguns fundos de obrigações da UE, incluindo OICVM, que consiste na deslocação da afetação de ativos de títulos de dívida de notação mais elevada para títulos de dívida de notação mais baixa, o que resulta numa exposição a prazos de vencimento mais longos e a maior risco de crédito. Os fundos de investimento de elevada rentabilidade, em particular, representam 19 % dos ativos dos fundos de obrigações e, dependendo de fatores estruturais e cíclicos da liquidez do mercado, conforme mencionado antes, não é de excluir a possibilidade de os fundos de investimento ficarem expostos, pelo menos temporariamente, a desajustamentos de liquidez. No entanto, na ausência de dados harmonizados ao nível da UE, é difícil medir a relevância desta questão e o potencial contributo dos OICVM para os riscos em termos de estabilidade financeira (ver a caixa 4).

#### Caixa 4: Potencial exposição dos OICVM a desajustamentos de liquidez

A Diretiva 2007/16/CE estabelece que os OICVM têm de investir predominantemente em ativos líquidos. Contudo, a liquidez de alguns ativos elegíveis pode diminuir em condições de tensão no mercado, expondo os OICVM temporariamente a desajustamentos de liquidez – tal aplica-se, em particular, a fundos de obrigações de elevada rentabilidade. Em reação a esta situação, a IOSCO lançou recentemente uma consulta no sentido de aferir se os fundos, incluindo OICVM, devem dispor de mecanismos adicionais para a gestão da liquidez <sup>(1)</sup>.

#### Fundos de obrigações da UE: notação média dos ativos detidos pelos fundos

(percentagem face ao total de ativos; última observação: T4 2016)



Fontes: Thomson Reuters Lipper, ESMA e Standard & Poor's.

Um padrão comum observado em alguns fundos de obrigações da UE desde 2009 é a deslocação da afetação de ativos de títulos de dívida de notação mais elevada para títulos de dívida de notação mais baixa, aumentando, simultaneamente, a duração das suas carteiras. Embora esta deslocação nos padrões de investimento tenha abrandado nos últimos anos, ela ainda implica que estes fundos estão agora mais expostos a variações das taxas de rentabilidade das obrigações. Carteiras menos líquidas e menores detenções de numerário podem dificultar o reequilíbrio das carteiras dos fundos de obrigações, em caso de pedidos de resgate em larga escala, ou seja, sem provocar repercussões nos mercados obrigacionistas.

**Não obstante a evidência de maior assunção de risco num contexto de liquidez reduzida nos mercados obrigacionistas <sup>(2)</sup>, a ausência de informação granular sobre os ativos (por exemplo, liquidez) e os passivos dos OICVM impede uma avaliação exaustiva do risco para a estabilidade financeira.** É necessário estabelecer obrigações de reporte para as sociedades gestoras de OICVM, conforme previsto na Recomendação D, a fim de avaliar a relevância deste risco, o que implica a recolha e o intercâmbio de dados granulares e harmonizados. Se existirem, contudo, dados analíticos que demonstrem que partes do setor dos OICVM estão expostas a desajustamentos de liquidez significativos, poderá ser necessário rever o âmbito da Recomendação B, com vista a incluir alguns produtos específicos dos OICVM.

<sup>(1)</sup> IOSCO, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, relatório da consulta, julho de 2017.

<sup>(2)</sup> BIS, *Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments*, 2015.

**O Conselho de Estabilidade Financeira recomenda <sup>(1)</sup> que os ativos e as estratégias de investimento dos fundos de investimento sejam consistentes com os termos e condições que regem os resgates das participações dos fundos**, tanto no momento da criação do fundo como numa base permanente (para fundos de investimento novos e existentes). É, assim, necessário ter em conta a liquidez esperada dos ativos e o comportamento dos investidores, tanto em condições normais como de tensão no mercado.

**As disposições adicionais nesta área devem ser consentâneas com o quadro estabelecido na Diretiva 2011/61/UE**, que já contempla a necessidade de alinhamento da estratégia de investimento, do perfil de liquidez e da política de resgate do fundo de investimento e determina limites apropriados em termos de gestão da liquidez e testes de esforço. Em particular, ao abrigo do atual regime regulamentar, os GFIA devem poder demonstrar às respetivas ANC que dispõem de sistemas de gestão de liquidez adequados e de procedimentos eficazes. No entanto, com base em evidência recente, o CERS constatou que alguns FIA continuam a praticar um nível elevado de transformação de liquidez <sup>(2)</sup>. Por conseguinte, estabelecer a obrigatoriedade desta demonstração no caso de fundos de investimento que investem em ativos de menor liquidez contribuiria para alcançar os objetivos da Diretiva 2011/61/UE, assegurando uma implementação mais consistente da mesma. Promoveria ainda a utilização de medidas específicas para os fundos de investimento que investem em ativos de menor liquidez, como, por exemplo, o recurso a limites internos aplicáveis a ativos menos líquidos.

**Deverá ser evitada uma transformação de liquidez substancial.** Alguns Estados-Membros integraram regimes específicos nos seus quadros jurídicos nacionais, a fim de estabelecer as condições ao abrigo das quais os FIA podem gerir ativos considerados menos líquidos, designadamente ativos imobiliários ou empréstimos. No seu parecer ao Parlamento Europeu, ao Conselho e à Comissão Europeia <sup>(3)</sup>, a ESMA defendeu que os FIA que originam créditos devem ser constituídos como veículos de tipo fechado, sem direito de resgate de ações/unidades de participação numa base regular. Outras jurisdições adotaram medidas estruturais para eliminar os riscos de vendas forçadas decorrentes de pedidos de resgate em larga escala. A título de exemplo, se uma parte não negligenciável da carteira for ilíquida, é necessário um modelo fechado, devido à natureza intrínseca dos ativos detidos pelo OIC. O gestor de fundos só deve disponibilizar aos investidores a opção de solicitar o reembolso durante o período de vida do FIA, se tiverem sido cumpridas determinadas condições. Tal deverá ocorrer em intervalos pré-estabelecidos, conforme previsto no Regulamento (UE) 2015/760 do Parlamento Europeu e do Conselho <sup>(4)</sup>.

**Esta recomendação aconselha a ESMA a definir uma lista de ativos de menor liquidez intrínseca.** Atualmente, não existe uma definição de ativos líquidos ou menos líquidos nos regulamentos (ver a caixa 5), embora o objetivo não seja propor uma tal definição, mas antes promover uma abordagem coerente à aplicação das disposições suprarreferidas da Diretiva 2011/61/UE. O termo «menos líquido» também reconhece o facto de que os ativos raramente são ilíquidos ou nunca são totalmente ilíquidos.

**À luz da necessidade de coerência intersetorial, a ESMA deverá consultar a Autoridade Bancária Europeia (European Banking Authority – EBA) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) no contexto da elaboração da lista.** A classificação de um ativo como líquido ou menos líquido por parte de qualquer autoridade de regulamentação envia um sinal aos participantes no mercado. Além disso, independentemente de quem vender o ativo (entidade regulamentada, não regulamentada, bancária ou não bancária), o conjunto de compradores é geralmente o mesmo em condições de tensão no mercado. Por conseguinte, é desejável dispor de abordagens regulamentares coerentes <sup>(5)</sup>.

**A lista de ativos de menor liquidez intrínseca deve incluir ativos que não podem ser fácil e rapidamente convertidos em numerário com uma perda reduzida de valor em situações de tensão no mercado.** A análise da liquidez dos ativos deve considerar, entre outros aspetos, o tempo necessário para liquidar esses ativos em condições de tensão no mercado, sem ter de aceitar um desconto substancial. Na compilação desta lista, a ESMA deve considerar, em particular, ativos imobiliários, títulos não cotados (incluindo ações de subscrição privada (*private shares*)), empréstimos e outros ativos alternativos. Os ativos que, em condições normais de mercado, possam ser vendidos sem ter de aceitar um desconto substancial não devem constar da lista, dado que esta recomendação visa dar resposta a problemas estruturais decorrentes de ativos de menor liquidez intrínseca.

<sup>(1)</sup> Conselho de Estabilidade Financeira, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, janeiro de 2017.

<sup>(2)</sup> CERS, *EU Shadow Banking Monitor*, novembro de 2017.

<sup>(3)</sup> ESMA, *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, abril de 2016.

<sup>(4)</sup> Regulamento (UE) 2015/760 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de abril de 2015, relativo aos fundos europeus de investimento a longo prazo (JO L 123 de 19.5.2015, p. 98).

<sup>(5)</sup> A necessidade de cooperação entre as autoridades de regulamentação nestas matérias parece ser reconhecida – por exemplo, no artigo 46.º, n.º 3, e no artigo 11.º, n.º 15, do Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações (JO L 201 de 27.7.2012, p. 1), o qual estabelece técnicas de atenuação do risco para os contratos de derivados do mercado de balcão não compensados através de uma câmara de compensação da contraparte central.

**Se um fundo de investimento oferecer exposição a ativos menos líquidos, o gestor do fundo poderá ter acesso a disposições que pode introduzir para fazer face ao risco de liquidez** <sup>(1)</sup>. Nesses casos, os gestores teriam de demonstrar às ANC relevantes, tanto no momento da criação do fundo de investimento como numa base permanente (ou seja, durante o processo de aprovação e após a aprovação para fundos de investimento sujeitos a um processo de aprovação), que podem manter a sua estratégia de investimento em quaisquer condições de mercado previsíveis. Tendo em conta a regulamentação aplicável ao fundo e à luz da sua política de investimento, os gestores de fundos têm diferentes formas de garantir a coerência entre a sua estratégia de investimento e o perfil de resgate do fundo, tanto durante a fase de conceção como numa base permanente <sup>(1)</sup>. Entre elas, contam-se as seguintes:

- o tipo de veículo (por exemplo, fundo de investimento de tipo fechado, fundo europeu de investimento de longo prazo [*European long-term investment fund* – ELTIF]);
- políticas de resgate;
- política de investimento, incluindo limites internos relativos a ativos incluídos na lista, reserva de ativos líquidos, diversificação (exposições ou contraparte) e limites à dimensão do fundo de investimento face ao mercado subjacente;
- implementação de instrumentos de gestão de liquidez adicionais;
- processos de gestão do risco de liquidez, incluindo, por exemplo, a definição de limiares relevantes, a classificação dos ativos em grupos de liquidez, a monitorização da concentração de investidores e os perfis de resgate esperados.

O recurso a limites internos, em especial, deverá ser comunicado às ANC no momento da criação dos fundos de investimento relevantes e posteriormente, sempre que tais limites se alterem, bem como quando solicitado pelas autoridades de supervisão. A política de comunicação aos investidores também deverá ser implementada com base nas orientações a desenvolver pela ESMA.

**Em alguns casos, poderá constituir um ónus injustificado para os gestores – sobretudo no caso de gestores de fundos de pequena dimensão – demonstrar que conseguem restringir-se às estratégias de investimento dos fundos.** Consequentemente, é necessário deixar às ANC alguma discricionariedade na conceção de um mecanismo que permita aos GFIA demonstrar que conseguem restringir-se às estratégias de investimento dos fundos. A avaliação das ANC poderá, por exemplo, ter em conta os resultados dos testes de esforço.

**Não existe uma definição única de «liquidez» de mercado na legislação da UE que possa servir de base à compilação de uma lista de ativos menos líquidos.** Cada diploma legislativo aborda a questão da liquidez de forma diferente, de acordo com o seu objetivo (ver a caixa 5). O documento de consulta da Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido sobre ativos ilíquidos e fundos de investimento de tipo aberto <sup>(2)</sup> constitui um exemplo das abordagens seguidas a nível nacional e identifica uma série de características comuns aos ativos ilíquidos:

- não são transacionados num mercado organizado;
- pode verificar-se um desequilíbrio significativo entre a oferta e a procura;
- é provável que o comprador e o vendedor demorem algum tempo a negociar o preço e os restantes termos da transação;
- a valorização do ativo é um processo complexo;
- os ativos físicos são, normalmente, comprados e vendidos na sua totalidade;
- devido a estes fatores e a outras possíveis complicações, como restrições à livre transferência do título, as transações demoram frequentemente muito tempo a ser concluídas.

#### Caixa 5: Liquidez na legislação da UE

**No que diz respeito aos ativos elegíveis, a Diretiva 2007/16/CE estipula que os OICVM devem investir predominantemente em ativos líquidos e estabelece regras específicas relativas à elegibilidade de valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário e derivados.** Em geral, os valores mobiliários e os instrumentos do mercado monetário podem ser considerados líquidos, se forem admitidos à negociação ou negociados num mercado regulado. Os ativos de menor liquidez não são explicitamente definidos, mas são considerados investimentos não elegíveis nos termos da Diretiva 2009/65/CE. É o caso, em particular, de mercadorias físicas e ativos imobiliários.

<sup>(1)</sup> IOSCO, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, relatório da consulta, julho de 2017.

<sup>(2)</sup> Autoridade de Conduta Financeira, *Illiquid assets and open-ended investment funds* (DP 17/1), fevereiro de 2017.

O conceito de liquidez é referido em vários outros atos jurídicos da UE, conforme indicado abaixo.

- O Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho <sup>(1)</sup> estabelece que uma central de depósito de títulos só pode investir em fundos ou em instrumentos financeiros de elevada liquidez, com riscos de mercado e de crédito mínimos. Contudo, não define explicitamente «liquidez», recomendando, ao invés, que a ESMA, a EBA e o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) elaborem um projeto de normas técnicas de regulamentação especificando os instrumentos financeiros que podem ser considerados de elevada liquidez.
- O Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho <sup>(2)</sup> relativo aos fundos do mercado monetário inclui limiares de liquidez referentes a ativos considerados como passíveis de proporcionar liquidez diária e semanal, embora não defina explicitamente «liquidez». Este regulamento baseia-se na fundamentação de que uma data de vencimento curta dos ativos ajuda a assegurar que os investidores recuperem o seu investimento.
- A Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho <sup>(3)</sup> inclui análises sobre a metodologia utilizada para calcular a liquidez de instrumentos financeiros que não sejam de capital, tais como obrigações. A ESMA considera dois métodos alternativos para o cálculo da liquidez: a abordagem instrumento a instrumento (*instrument-by-instrument approach* – IBIA) e a abordagem das categorias de instrumentos financeiros (*categories of financial instruments approach* – COFIA). A ESMA acabou por adotar a abordagem instrumento a instrumento nas suas normas técnicas de regulamentação para o cálculo da liquidez de obrigações.
- O Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho <sup>(4)</sup> define os ativos líquidos para efeitos de reservas de liquidez das instituições de crédito como os únicos ativos livremente transferíveis que podem ser rapidamente convertidos em numerário nos mercados privados, sem perda significativa de valor. O regulamento estabelece uma distinção entre ativos de liquidez e qualidade de crédito extremamente elevadas (ativos de nível 1) e ativos de liquidez e qualidade de crédito elevadas (ativos de nível 2). Os ativos de nível 1 incluem numerário, depósitos junto do banco central, obrigações de dívida pública emitidas ou garantidas por administrações centrais da UE e obrigações com ativos subjacentes (*covered bonds*) que satisfazem determinadas condições. Os ativos de nível 2 incluem obrigações de dívida pública de países terceiros e obrigações emitidas por entidades do setor público, bem como obrigações com ativos subjacentes e obrigações de empresas com base na respetiva qualidade de crédito. Incluem igualmente titularizações de alta qualidade e ações que integrem um índice bolsista importante.

**A abordagem da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (*Securities and Exchange Commission* – SEC) dos Estados Unidos pode fornecer uma base útil para a elaboração de uma metodologia ao nível da UE para a avaliação da liquidez e a criação de uma lista de ativos menos líquidos.** A abordagem da SEC define a «liquidez» dos ativos detidos não em termos absolutos, mas também tendo em conta a dimensão (por exemplo, os ativos detidos pelos fundos de investimento). Ver a caixa 6 abaixo.

#### Caixa 6: Notação de liquidez compósita da SEC

A SEC abordou a questão da liquidez numa decisão recente <sup>(5)</sup>, que introduz alterações ao reporte do risco de liquidez por parte de fundos de investimento de tipo aberto. A decisão apresenta um novo sistema de classificação da liquidez, que identifica a liquidez de um investimento com base no número de dias necessários para que esse investimento possa ser convertido em numerário sem alterar significativamente o valor de mercado do mesmo. Mais especificamente, a SEC sugere que a classificação de um investimento como ilíquido implica que o fundo de investimento não pode razoavelmente esperar vender o investimento num prazo de sete dias sem provocar um impacto significativo no seu valor de mercado. Além disso, a SEC exige que o fundo de investimento tenha em conta a dimensão da sua posição, assim como a profundidade do mercado em que é negociado o investimento, ao determinar se um investimento é líquido ou ilíquido.

A decisão da SEC exige que os gestores de fundos avaliem e reexaminem o seu risco de liquidez, no mínimo, anualmente, com base numa série de fatores: estratégia, fluxos de caixa, dinheiro em caixa e considerações sobre *exchange-traded funds*. Esse processo de reexame reflete a preocupação da SEC de que uma solução do tipo «assinalar a caixa de verificação» possa levar a uma avaliação da liquidez de uma forma que não espelhe verdadeiramente a capacidade do fundo de vender a sua carteira (ou parte dela) para cobrir os resgates sem ter impacto no mercado.

<sup>(1)</sup> Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários (CSDs) e que altera as Diretivas 98/26/CE e 2014/65/UE e o Regulamento (UE) n.º 236/2012 (JO L 257 de 28.8.2014, p. 1).

<sup>(2)</sup> Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo aos fundos do mercado monetário (JO L 169 de 30.6.2017, p. 8).

<sup>(3)</sup> Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (JO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

<sup>(4)</sup> Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 (JO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

<sup>(5)</sup> <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Além disso, a SEC exige que, ao classificar a liquidez da sua carteira de investimento, o fundo tenha em conta considerações sobre o mercado, a negociação e as especificidades do investimento, embora não forneça quaisquer pormenores sobre estes aspetos.

A frequência de negociação tende, por exemplo, a ser baixa no caso de determinados títulos de rendimento fixo. No entanto, tal não indica forçosamente que um título seja ilíquido, pelo que o fundo de investimento poderá, ainda assim, conseguir vendê-lo com uma rapidez razoável. A avaliação do conjunto de métricas propostas pela SEC poderá fornecer estimativas mais fiáveis<sup>(1)</sup>. Notações de liquidez compósitas deste tipo podem incluir fatores baseados nas características do ativo, do mercado e da carteira do título, conforme especificado a seguir.

- Os fatores relativos ao ativo têm por base a estrutura do ativo. Quanto mais difícil for a avaliação de um título e quanto menor for a sua conformidade com as normas, maior será a probabilidade de iliquidez. Acresce que, no caso de produtos de rendimento fixo, especificações como o prazo de vencimento, a notação e a data de emissão poderão ter impacto na liquidez.
- Os fatores de mercado estão relacionados com a emissão e o mercado secundário de um ativo. Normalmente, quanto maior o número de mercados em que o título pode ser negociado, menos ilíquido este tenderá a ser. Os fatores de qualidade do mercado também incluem o número, a diversidade e a qualidade dos participantes nesses mercados, podendo igualmente estar relacionados com os custos de negociação em tais mercados, e depender dos custos de liquidação que possam estar associados a operar em países e moedas diferentes.
- Os fatores de negociação são mensurações referentes ao preço e ao volume de negociação de um título. Os diferenciais entre o preço de compra e de venda, bem como o volume e a frequência de negociação podem ser utilizados para avaliar a potencial iliquidez. Os dados históricos relativos ao volume podem, por exemplo, fornecer uma estimativa do volume máximo, que pode ser utilizada para avaliar o impacto de uma negociação no mercado.
- Os fatores de carteira são mensurações específicas da carteira. Os fundos de investimento devem ter em consideração a dimensão da sua posição relativamente ao volume de negociação diário e aos saldos. Devem, contudo, considerar também as relações dos ativos com outros ativos da carteira (por exemplo, derivados). Por último, a iliquidez pode igualmente estar relacionada com a agregação de posições em carteira – o que poderá ser uma fonte de iliquidez, se todos os ativos detidos pelo fundo de investimento forem muito similares e negociados no mesmo mercado.

Uma vez que a abordagem da SEC pode constituir uma base útil para uma futura articulação europeia em relação à iliquidez, poderia ser recomendável alinhar estreitamente a abordagem da UE com a da SEC. De uma perspetiva de políticas, esse alinhamento proporcionaria uma vantagem adicional, dado que, se os quadros da UE e dos Estados Unidos fossem globalmente semelhantes, existiria uma norma mundial eficaz a utilizar na avaliação da liquidez dos fundos de investimento.

## II.2.2 Efeitos indesejados

**Do lado do ativo, os gestores que aplicam limites internos não eliminariam completamente a vantagem de ser o primeiro a agir.** Os investidores que solicitam o resgate mais cedo podem, ainda assim, desejar dispor de ativos líquidos para evitar ficarem presos a um fundo de investimento ilíquido. No entanto, considerando que a disponibilidade de ativos líquidos aumentaria a confiança na capacidade do fundo de investimento de dar resposta aos pedidos de resgate, o risco de corridas por parte dos investidores deveria, em geral, diminuir.

**A aplicação de um limite interno poderia prejudicar desnecessariamente a capacidade do gestor do fundo de utilizar os ativos líquidos disponíveis para satisfazer os pedidos de resgate.** É esse o caso quando, por exemplo, o gestor não pode utilizar ativos líquidos sem infringir o limite interno. É, contudo, possível qualificar a importância desta questão. No contexto da Diretiva 2011/61/UE, ultrapassar um limite pode não requerer, por si só, uma intervenção do GFIA, dado que tal depende dos factos e das circunstâncias, assim como dos níveis de tolerância estabelecidos pelo GFIA. Estes constituem fatores desencadeadores de um acompanhamento continuado ou de medidas corretivas, em função das circunstâncias.

<sup>(1)</sup> O documento da SEC enumera nove fatores a ter em conta na classificação das posições da carteira de um determinado ativo.

**Na pior das hipóteses, adicionar um ativo à lista poderia ser pró-cíclico, desencadeando a venda do ativo e provocando um colapso do preço.** O gestor poderia ter de vender o ativo para cumprir os novos limites internos ou poderia prever uma reação adversa dos investidores, dando, assim, origem ao problema que a lista deveria supostamente evitar. De igual modo, estigmatizar um ativo devido à sua falta de liquidez poderia dissuadir alguns fundos de investimento de investir nele, o que poderia ter repercussões no funcionamento dos mercados financeiros. Por estas razões, a lista deve incluir apenas os ativos que são «intrinsecamente» de menor liquidez, uma característica que já deveria ter sido identificada pelos participantes no mercado. Além disso, os investidores que investem em ativos «intrinsecamente» menos líquidos esperam, à partida, que os gestores tenham uma política de investimento consistente com a sua política de resgate, conforme previsto na Diretiva 2011/61/UE. Por último, quando um ativo é adicionado à lista, serão necessárias disposições transitórias, de modo a que o gestor disponha de tempo suficiente para intervir e evitar vendas forçadas.

**Do lado do passivo, é provável que a diminuição da frequência dos resgates aumente o volume de negociação, o que poderá ter impacto nos preços em condições de tensão no mercado.** Em vez de registar fluxos de saída regulares, o fundo acumularia múltiplas ordens, que deveriam ser executadas em simultâneo. Uma opção seria a implementação de períodos de pré-aviso<sup>(1)</sup> para refletir o tempo esperado necessário para a alienação dos ativos subjacentes. Outra opção seria estabelecer um sistema de fila de espera, de modo que os pedidos de resgate não tivessem de ser executados no momento de valorização seguinte, após terem sido aceites pelo gestor do fundo. O gestor poderia, assim, calcular com ainda maior antecedência a liquidez necessária para satisfazer os pedidos de resgate e começar a vender investimentos, caso apropriado. Tal reduziria o risco de as transações serem realizadas a preços de vendas forçadas.

**Por último, é necessário ter em conta o risco de arbitragem regulamentar.** Existe um risco: 1) para os FIA não regulados excluídos do âmbito da Recomendação e 2) se um gestor registar um fundo de investimento como OICVM, com o objetivo de realizar um grande investimento num ativo classificado como de menor liquidez intrínseca, desde que o ativo em questão seja considerado elegível para o OICVM. No entanto, neste último cenário, o fundo de investimento estaria sujeito às disposições da Diretiva 2009/65/CE, que, em determinados aspetos, são mais rigorosas do que as da Diretiva 2011/61/UE, o que reduz o incentivo de efetuar o registo como OICVM para evitar as restrições aplicáveis aos FIA.

## II.3 Recomendação C – Testes de esforço

### II.3.1 Fundamentação económica e efeitos desejados

**Os testes de esforço microprudenciais visam melhorar a gestão do risco e da carteira ao nível de cada fundo de investimento e gestor de fundos.** Estes testes de esforço simulam condições económicas e financeiras extremas ou desfavoráveis, mas plausíveis, a fim de estudar as suas consequências tanto no desempenho de um fundo de investimento como na capacidade do mesmo de satisfazer os pedidos de resgate, mesmo a um VPL com desconto. As análises de cenários proporcionadas por estes testes permitem conhecer melhor os riscos decorrentes de potenciais alterações das condições de mercado, que poderão ter um impacto adverso nas carteiras geridas. Em condições normais de mercado, os testes de esforço identificam as potenciais fragilidades dos produtos/estratégias de investimento e ajudam as sociedades gestoras de fundos a ajustar a gestão do risco das carteiras e a preparar-se, em termos operacionais, para uma crise. Em períodos de crise, os testes de esforço apoiam o ajustamento às especificidades da crise, à sua gestão e à comunicação de informação à autoridade de resolução. Nessa medida, os testes de esforço constituem instrumentos de gestão do risco e de tomada de decisões.

**Os fundos de investimento têm características diferentes e todas elas influenciam o risco de liquidez de um fundo de investimento específico e, conseqüentemente, a conceção de um teste de esforço significativo ao nível de cada fundo.** O lado do ativo caracteriza-se, por exemplo, pelos principais mercados e instrumentos, a estratégia de investimento e horizonte temporal, o foco geográfico, as concentrações da carteira, o volume de negócios da carteira e o volume habitual das negociações. O lado do passivo caracteriza-se pela base de investidores do fundo, que pode ser constituída por investidores não profissionais ou investidores institucionais ou por uma combinação de ambos – todos com a sua estrutura de carteira e necessidades de liquidez específicas, provavelmente com os seus próprios requisitos regulamentares (instituições de crédito, companhias de seguros e fundos de pensões) e, por conseguinte, com um comportamento de investimento específico. A concentração de tipos de investidores num fundo de investimento é particularmente relevante, porque uma concentração elevada pode conduzir a muitos pedidos de resgate em simultâneo.

<sup>(1)</sup> De salientar que o recurso a um período de pré-aviso coloca questões práticas, devido ao desfazamento entre a ordem e a respetiva execução. Em particular, os fundos que seguem uma referência (*benchmark-tracking funds*) teriam incentivos para negociar tão próximo quanto possível do final do período de pré-aviso, a fim de maximizar os seus resultados, mesmo que tal tivesse um impacto negativo no mercado.

**Tendo em conta a heterogeneidade dos fundos de investimento, não existem especificações obrigatórias para os cenários dos testes de esforço.** Por conseguinte, atualmente, os parâmetros, o âmbito, a frequência e a sofisticação dos testes de esforço variam no conjunto do setor. No entanto, existem algumas abordagens significativas e já instituídas que cobrem os dois lados do balanço. Os testes de esforço relativos ao lado do passivo de um fundo de investimento são simulações de resgates, normalmente calibradas em função de uma análise da estabilidade dos passivos, a qual, por sua vez, depende do tipo de investidor e da concentração dos passivos. As simulações podem incluir cenários de resgate históricos ou hipotéticos, resgates por parte dos maiores investidores, resgates equivalentes aos maiores resgates já registados e uma análise das tendências de mercado e dos grupos de pares. Os testes de esforço devem também abranger o lado do ativo de um fundo de investimento, nomeadamente através da simulação da liquidez dos ativos do fundo em diferentes condições de mercado. Esta simulação tem em conta a capacidade do fundo de investimento de vender ativos sem exercer um impacto significativo no preço. Os cenários podem incluir uma redução dos volumes de negociação de determinados instrumentos ou segmentos de mercado (perdas incorridas na sequência de um aumento dos diferenciais entre o preço de compra e de venda), estimações da liquidação máxima possível num dia ou do tempo necessário para a liquidação com base na desagregação dos ativos do fundo de investimento (por exemplo, por categorias de liquidez), devendo também considerar a interação do risco de mercado e de liquidez para os ativos relevantes.

**Espera-se que as orientações sobre as diferentes práticas de testes de esforço reduzam o risco de liquidez, tanto ao nível do fundo de investimento como do sistema, e reforcem a capacidade das entidades para gerir a liquidez no interesse dos investidores, o que inclui reduzir períodos de resgates inesperados.** Os testes de esforço constituem instrumentos que apoiam a análise dos pontos fortes das estratégias já em vigor. Os testes devem identificar as fragilidades de uma estratégia de investimento e preparar o fundo para uma crise. Se forem utilizados corretamente como instrumento de gestão do risco e de tomada de decisões, os testes de esforço reduzirão o risco de liquidez ao nível do fundo de investimento e contribuirão, assim, para a diminuição do risco de liquidez ao nível do sistema.

**As orientações devem abordar as deficiências dos procedimentos dos testes de esforço, conforme demonstrado pelo inquérito do CERS relativo às práticas aplicadas neste âmbito.** Em consonância com as orientações proporcionadas pela ESMA, as entidades devem conhecer o nível mínimo dos requisitos dos testes de esforço e corrigir as deficiências decorrentes da aplicação de margens de avaliação insuficientes, da frequência e da conceção de cenários dos testes de esforço, assim como de uma utilização superficial dos dados históricos. As orientações indicam que a frequência e a conceção do teste de esforço devem ser determinadas em função das características específicas do fundo de investimento e da empresa. As orientações visam também obrigar as empresas, no âmbito da conceção dos cenários de esforço, a utilizar um nível de gravidade equivalente, no mínimo, ao que é provável encontrarem no mercado. Por último, devido à heterogeneidade do setor dos fundos de investimento, a complexidade dos testes de esforço deve estar alinhada com o perfil específico do fundo de investimento em termos de risco e de resgates, sem procurar uma homogeneidade excessiva dos cenários dos testes de esforço. As orientações devem contribuir para a realização de testes de esforço mais rigorosos e apropriados ao nível de cada fundo de investimento, deixando menos dúvidas sobre o nível de risco no conjunto do sistema.

**A recomendação C está em conformidade com a obrigação da ESMA de fornecer orientações sobre os testes de esforço dos fundos do mercado monetário, estabelecida no Regulamento (UE) 2017/1131.** Nos termos deste regulamento, a ESMA deverá disponibilizar orientações relativas aos parâmetros de referência comuns aplicáveis aos cenários dos testes de esforço.

**Os gestores de fundos têm de realizar regularmente testes de esforço aos fundos de investimento que gerem.** A realização de testes de esforço é obrigatória para os OICVM e os FIA, exceto no caso de FIA de tipo fechado não alavancados ou quando não for considerada apropriada para os OICVM [artigo 40.º, n.º 3, da Diretiva 2010/43/UE; artigo 16.º, n.º 1, da Diretiva 2011/61/UE e artigo 48.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013]. Para ambos os tipos de fundos de investimento, os testes de esforço permitem aos gestores do fundo avaliar o risco de liquidez tanto em condições de liquidez normais como excecionais. Ao abrigo do quadro de reporte estabelecido na Diretiva 2011/61/UE, os resultados dos testes de esforço têm de ser comunicados à ANC, sendo esta informação disponibilizada à ESMA e ao CERS. O Regulamento (UE) 2017/1131 introduz obrigações detalhadas em termos de testes de esforço para fundos do mercado monetário, que poderiam ser benéficas também para outros tipos de fundos de investimento.

**No tocante aos OICVM, as obrigações de testes de esforço são menos detalhadas do que no caso dos FIA.** Tal reflete as diferentes características do lado do ativo e do lado do passivo dos OICVM (ou seja, as definições de ativos elegíveis, que devem ser líquidos, e uma base de investidores principalmente não profissionais) e os diferentes requisitos regulamentares.

No caso dos FIA, as regras para a realização de testes de esforço são, contudo, mais pormenorizadas, à luz do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013.

- a) Os testes de esforço devem simular uma escassez de liquidez e pedidos de resgate atípicos. Como mínimo, os testes de esforço devem ter em conta pedidos de resgate recentes e futuros esperados e analisar o tempo necessário para satisfazer esses pedidos. Devem ainda incluir um teste dos fatores de mercado – por exemplo, a taxa de câmbio – passíveis de afetar o perfil de crédito do GFIA ou do FIA. Além disso, a abordagem de teste de esforço deve envolver sensibilidades de valorização em condições de tensão.
- b) O perfil de risco do FIA, que varia em função da estratégia de investimento, do perfil de liquidez, do tipo de investidor e da política de resgate, determina a frequência dos testes de esforço com base numa frequência anual mínima. O GFIA deve atuar no interesse de todos os investidores do FIA no que diz respeito à conceção do fundo e à adequação das políticas e procedimentos de gestão de liquidez, quando os testes de esforço apontarem para um risco de liquidez significativamente superior ao esperado.

**Um inquérito do CERS relativo às práticas dos gestores de fundos em matéria de testes de esforço mostrou que a maioria dos gestores de fundos da UE realiza regularmente testes de esforço.** Cerca de 93 % dos gestores de fundos incluídos no inquérito do CERS <sup>(1)</sup> realizam regularmente testes de esforço a todos os fundos de investimento geridos e efetuam testes de esforço adicionais (ou dispõem de capacidade para o fazer), caso se verifiquem alterações significativas. Tendo em conta os diferentes tipos de gestores e de fundos abrangidos, o inquérito revelou igualmente diferenças consideráveis na frequência de realização dos testes de esforço, no tipo de cenários de tensão utilizados pelos gestores e no nível de complexidade dos testes de esforço (ver os pontos seguintes):

- **Ainda que, supostamente, sejam sobretudo as características específicas de cada fundo de investimento a determinar a frequência do exercício de teste de esforço, só alguns gestores utilizam frequências específicas dos fundos de investimento.** Recorrem, ao invés, a uma frequência específica da empresa, que é aplicada a todos os fundos de investimento geridos. É esse o caso mesmo em grandes empresas de investimento, que gerem muitas tipologias diferentes de fundos. Uma grande parte dos gestores de fundos que utilizam frequências de testes de esforço específicas dos fundos faz a distinção entre OICVM e FIA, em vez de utilizar diferentes frequências para fundos de investimento com diferentes estruturas de carteira.
- **Uma grande parte dos gestores de fundos utiliza múltiplos cenários de liquidez, que representam normalmente diferentes condições de mercado.** Uma característica essencial de qualquer teste de esforço é a existência de um cenário subjacente, que represente condições de tensão significativa no mercado. Todavia, a gravidade dos cenários de esforço utilizados varia muito consoante os gestores de fundos. No caso de alguns destes cenários, é altamente questionável que representem efetivamente condições de tensão no mercado. Do lado do ativo, algumas das margens de avaliação aplicadas são bastante reduzidas e, conseqüentemente, menos adequadas à representação de alterações consideráveis na liquidez do mercado. Do lado do passivo, os fundos de investimento que não foram sujeitos a pressões de resgate no passado não devem basear os seus cenários de resgate exclusivamente em dados históricos.
- **Em linha com as diferenças consideráveis entre os diferentes tipos de gestores de fundos e fundos de investimento, a complexidade dos cenários dos testes de esforço utilizados varia muito consoante os gestores de fundos.** Alguns gestores utilizam cenários hipotéticos simples, que não são sustentados por quaisquer dados, ao passo que outros recorrem a métodos estatísticos sofisticados para conceber cenários específicos a cada fundo de investimento. Por natureza, é difícil definir cenários de liquidez prudentes. Em comparação com o risco de mercado, relativamente ao qual existe muita informação disponível, a modelização dos testes de esforço de liquidez é muito mais complexa. Do lado do ativo, a modelização do perfil de liquidez em situações de tensão pode ser extremamente difícil, sobretudo no caso de ativos para os quais os dados sobre transações não estão imediatamente disponíveis (por exemplo, instrumentos de rendimento fixo). Do lado do passivo, prever o comportamento dos investidores em condições de tensão no mercado não é simples e depende de múltiplos fatores, tais como o rácio de investidores institucionais face a investidores não profissionais ou a proporção de clientes «estáticos». O problema é ainda mais acentuado no caso de OICVM, porque os gestores de fundos, normalmente, dispõem de pouca informação sobre os perfis dos investidores em OICVM. Os aspetos regulamentares parecem desempenhar apenas um papel secundário na modelização dos cenários. Os cenários de tensão são, por conseguinte, concebidos de acordo com as exposições a classes de ativos e o calendário de resgate aplicável ao fundo de investimento.

<sup>(1)</sup> O principal objetivo do inquérito do CERS foi oferecer uma visão geral das práticas dos gestores de ativos europeus em matéria de testes de esforço, sobretudo com vista a analisar em que medida os testes de esforço ao nível de cada fundo incluíam o esforço em termos de liquidez (ou seja, a capacidade do fundo de investimento de satisfazer um grande volume de pedidos de resgate). O inquérito do CERS abrangeu 274 gestores de fundos da UE e incluiu perguntas relativas às suas práticas atuais em termos de testes de esforço e de gestão do risco de liquidez.

**O teste de esforço deve ser realizado em condições distintas, nomeadamente em situações de pedidos de resgate atípicos e de comportamentos anormais dos preços dos ativos**, e pode também ter em conta eventos como o incumprimento pela contraparte e outros fatores de risco (por exemplo, riscos políticos). A ESMA deve fornecer orientações sobre o tipo de cenários que um fundo de investimento deve ter em consideração na conceção de um teste de esforço. Os cenários devem incluir cenários baseados em movimentos de preços passados e cenários hipotéticos. Os cenários históricos modelizam os parâmetros do teste de esforço em função de uma crise anterior e calculam o impacto que esta teria no fundo de investimento. Como é provável que as crises futuras sejam diferentes das crises passadas e atendendo à dificuldade em reproduzir com exatidão crises precedentes, os testes de esforço não devem basear-se unicamente em cenários históricos. Os cenários hipotéticos podem ter por base choques económicos ou características comportamentais dos investidores ou do gestor do fundo, devendo a sua conceção adaptar-se às sensibilidades específicas do tipo de fundo e da estratégia do mesmo.

**O exercício de teste de esforço pode ser complementado por testes de esforço inversos**, que podem proporcionar informações úteis sobre o comportamento do fundo de investimento até ao seu ponto de inviabilidade, limitando a dependência de cenários históricos e a possibilidade de conceber cenários hipotéticos. Os testes de esforço inversos podem ajudar o gestor de fundos a explorar e compreender plenamente eventuais vulnerabilidades e a dar resposta a esses riscos.

**Idealmente, os testes de esforço devem ser utilizados em todas as fases da vida útil de um fundo, desde a sua constituição até à liquidação, bem como em todas as decisões de investimento.** No momento de constituição de um fundo de investimento, devem utilizar-se testes de esforço para estabelecer e definir os parâmetros do fundo (por exemplo, o perfil de risco e a tolerância ao risco), em particular, a relação entre a liquidez dos ativos subjacentes e a frequência de eventuais resgates, incluindo em condições de tensão no mercado. Os testes de esforço também podem ser utilizados quando se pondera efetuar ajustamentos à estratégia, aos termos e condições e às decisões de investimento do fundo. Ao formular um plano de contingência para o fundo em condições de tensão, é possível recorrer a testes de esforço para analisar a utilização de diferentes instrumentos de gestão do risco de liquidez.

**O momento e a periodicidade dos testes de esforço devem refletir as características do fundo de investimento, tais como dimensão, estratégia de investimento, ativos subjacentes, perfil do investidores e frequência de eventuais resgates.** No caso de carteiras com elevada rotação ou com uma rápida variação da base de investidores, é provável que o perfil e o risco de liquidez sejam mais voláteis. Os testes de esforço devem ser realizados com maior frequência nestas circunstâncias do que em fundos de investimento com uma base de investidores mais estável e períodos de resgate longos.

**A frequência dos testes de esforço pode depender do tipo de cenário utilizado.** Recorrendo a cenários históricos, os métodos estatísticos utilizados para construir os cenários podem ser facilmente atualizados recorrendo a novos dados e aos parâmetros do teste de esforço. Uma vez que este processo é, muitas vezes, mecânico, poderá ser utilizado com maior frequência. Os cenários hipotéticos requerem uma avaliação mais específica e individualizada dos fatores relevantes que afetam o fundo. Por conseguinte, dada a necessidade de uma análise mais aprofundada, os testes de esforço deste tipo podem ser realizados com menor frequência.

**Esta recomendação não abrange os testes de esforço macroprudenciais**, que representam um domínio ainda a desenvolver. Atualmente, as limitações em termos de dados e de modelização impedem a utilização desses modelos como instrumentos de supervisão eficientes. O CERS está presentemente a analisar o papel dos testes de esforço macroprudenciais na avaliação dos riscos dos fundos de investimento para a estabilidade financeira.

### II.3.2 Efeitos indesejados

**Orientações concretas relativas aos testes de esforço podem levar os gestores de fundos a adotar um comportamento mais similar ou harmonizado** e, em última instância, a um posicionamento uniforme dos ativos dos fundos de investimento (posicionamento unilateral), o que poderá aumentar o risco de um futuro «comportamento de rebanho» e o risco financeiro sistémico. Além disso, e sobretudo no caso de gestores de fundos de menor dimensão, mais orientações podem resultar em testes de esforço adicionais e, por conseguinte, em custos mais elevados.

## II.4 Recomendação D – Reporte dos OICVM

### II.4.1 Fundamentação económica e efeitos desejados

#### Recomendação D(1) – Obrigações de reporte aplicáveis aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM

A ausência de um quadro harmonizado de reporte nos Estados-Membros constitui, presentemente, um obstáculo à avaliação e monitorização exaustivas da potencial contribuição dos OICVM para os riscos em termos de estabilidade financeira. Embora muitas jurisdições ao nível da UE estabeleçam obrigações de reporte para os OICVM, os resultados de um inquérito revelam que as práticas de reporte diferem amplamente em termos de frequência, âmbito e dados reportados<sup>(1)</sup>. Por conseguinte, não é possível agregar dados nacionais e acompanhar a evolução, designadamente, dos riscos de liquidez e de alavancagem relativos a OICVM ao nível da UE.

As estatísticas do BCE sobre fundos de investimento são insuficientes para assegurar uma avaliação e monitorização exaustivas dos riscos de liquidez e de alavancagem no que respeita aos OICVM. Embora as estatísticas do BCE permitam às autoridades de regulamentação acompanhar os desenvolvimentos no setor dos fundos de investimento da área do euro com base em informação sobre as categorias gerais do ativo e do passivo dos balanços, incluindo desagregações por prazo de vencimento, os elementos de informação abrangidos não são suficientes para efetuar uma avaliação adequada do risco. Mais especificamente, não estão incluídos dados granulares sobre a negociação de diferentes instrumentos e as exposições individuais, ainda que esses dados sejam necessários para avaliar de forma apropriada a evolução da liquidez da carteira dos OICVM. Além disso, as tendências na utilização de alavancagem não podem ser adequadamente monitorizadas, visto que os dados disponíveis apenas permitem calcular a utilização de alavancagem financeira (ou seja, através de empréstimos). Uma medida mais abrangente da alavancagem, que inclua a utilização de alavancagem através de derivados (isto é, alavancagem sintética), não se encontra disponível. Acresce que, presentemente, as estatísticas do BCE não estabelecem uma diferenciação entre OICVM e FIA, a qual é importante para permitir uma monitorização adequada dos riscos, uma vez que estes fundos operam ao abrigo de regimes regulamentares muito distintos.

A conceção de um quadro harmonizado de reporte para os OICVM a nível da UE poderia ser eficiente de uma perspetiva de monitorização, podendo também reduzir as atuais ineficiências em termos de reporte e os custos, tanto para as autoridades competentes como para o setor. Desde a entrada em vigor da Diretiva 2011/61/UE, quer as ANC quer os GFIA melhoraram a sua capacidade técnica e adquiriram experiência em relação ao quadro abrangente de reporte a nível da UE previsto na diretiva. Considerando que um novo quadro de reporte para os OICVM assentaria em sistemas técnicos de prestação de informação já existentes, tanto as autoridades competentes como os gestores de FIA e de OICVM, ou os gestores de OICVM com requisitos de reporte distintos em diferentes jurisdições, colheriam os benefícios de maiores sinergias em termos de prestação de informação.

Na conceção do quadro de reporte para os OICVM, a Comissão deve ter em mente que os OICVM operam no âmbito de um regime regulamentar mais estrito do que os FIA. Um quadro de reporte menos exaustivo seria suficiente para a adequada monitorização dos riscos em termos de estabilidade financeira relacionados com os OICVM.

A Comissão deve ainda ter em mente outras iniciativas em curso, que poderão ter impacto no quadro de reporte harmonizado. Deve igualmente ter em conta o contributo da ESMA e das ANC nesta matéria, bem como possíveis medidas novas, alternativas ou alteradas em termos de alavancagem que estejam atualmente a ser desenvolvidas pela IOSCO. Além disso, devem ser tomados em consideração os requisitos de prestação de informação previstos no Regulamento (UE) 2017/1131 relativo aos fundos do mercado monetário.

Requisitos de reporte detalhados sobre as características de liquidez facilitarão a monitorização do potencial risco sistémico decorrente dos desajustamentos e transformações de liquidez dos OICVM. Os OICVM estão sujeitos a regras pormenorizadas no que respeita à elegibilidade dos ativos e, portanto, investem tipicamente em ativos mais líquidos, embora alguns possam investir também em classes de ativos menos líquidos – por exemplo, determinados tipos de fundos de obrigações (mercados emergentes ou obrigações de elevada rentabilidade). Uma vez que também estão sujeitos a requisitos mínimos em termos de frequência dos resgates, os OICVM podem apresentar igualmente um risco de liquidez mais elevado. Relativamente a estes OICVM, persiste, no quadro legislativo vigente, uma potencial lacuna em termos de dados, visto que não têm a obrigatoriedade de reportar às ANC da mesma forma que os FIA. Por conseguinte, o âmbito do atual quadro de reporte não é completo (Diretiva 2011/61/UE versus Diretiva 2009/65/CE) e não inclui indicadores harmonizados do risco de liquidez que sejam significativos e fáceis de construir e interpretar. Tal é especialmente importante para a monitorização de desenvolvimentos da perspetiva macroprudencial e para a agregação das medidas individuais dos diferentes setores e jurisdições.

<sup>(1)</sup> A título de exemplo, a comissão de supervisão do setor financeiro no Luxemburgo (*Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF*) introduziu um requisito de reporte do risco para OICVM no início de 2016 e estipulou que o setor dos OICVM deverá reportar, numa base semianual, dados referentes a vários fatores de risco, tais como alavancagem, risco de contraparte, risco de crédito e risco de liquidez. Para mais informações, consultar a página <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

**A fim de possibilitar o acompanhamento do desajustamento de liquidez no seio dos OICVM, estes devem estar obrigados a reportar informação sobre o seu ativo e o seu passivo.** Os GFIA têm de reportar informação sobre o perfil de liquidez dos respetivos FIA, o que proporciona dados úteis sobre a avaliação (pelos GFIA) da liquidez dos ativos investidos de um FIA e a estrutura dos seus investidores. Estes dados devem igualmente ser utilizados como base para o reporte efetuado pelos OICVM e complementados com informação sobre a disponibilidade e o uso de diversos instrumentos de gestão da liquidez à disposição dos OICVM. Outros dados a reportar poderiam, por exemplo, incidir sobre a dimensão dos resgates históricos.

**A recolha de outros dados facilita uma avaliação aprofundada da potencial contribuição destes OICVM para o risco financeiro/sistémico.** A fonte da alavancagem, em particular, é relevante para possibilitar uma avaliação adequada dos riscos decorrentes, por exemplo, da utilização de alavancagem por OICVM. Os OICVM devem igualmente proporcionar, entre outros elementos, informação sobre a estratégia de investimento, os instrumentos negociados e as exposições individuais, o perfil de risco de mercado, o perfil de risco de contraparte e de crédito, bem como o perfil de risco de liquidez. Esta informação poderia fornecer indicações sobre o risco de vendas forçadas, a concentração de contrapartes e a interligação com o conjunto do sistema financeiro. A recolha de outros dados deve também incluir categorias de posições em derivados e técnicas e instrumentos como acordos de recompra ou operações de cedência de títulos. São estabelecidas exigências muito semelhantes nos requisitos de reporte constantes da Diretiva 2011/61/UE, que podem ser complementados com aspetos específicos relativos aos OICVM, tais como a gestão eficiente de carteiras. O GFIA tem de prestar informação sobre o perfil de risco e as principais categorias de ativos em que o FIA investe, incluindo as correspondentes posições em derivados brutas, longas e curtas. Os GFIA devem, contudo, fornecer também informação sobre a fonte dos empréstimos de caixa <sup>(1)</sup>.

**Uma parte economicamente relevante do setor dos OICVM aplica estratégias, no âmbito das quais a alavancagem – incluindo a alavancagem sintética – é objeto de restrições apenas de forma indireta.** No que respeita à utilização de alavancagem financeira mediante operações de financiamento através de valores mobiliários ou de alavancagem sintética através de posições sobre derivados, os OICVM podem criar posições – conforme calculadas segundo o método baseado nos compromissos – apenas até um montante máximo igual ao total do respetivo VPL (ver a caixa 1b). Todavia, de acordo com a Diretiva 2009/65/CE, os Estados-Membros também podem autorizar os OICVM a calcular a sua exposição global utilizando o método do VaR ou outras metodologias avançadas de mensuração do risco, em vez do método baseado nos compromissos <sup>(2)</sup>. No caso destes fundos de investimento, a utilização de alavancagem é restringida apenas de forma indireta através dos limites em termos de risco de mercado do fundo <sup>(3)</sup>. Por outras palavras, os fundos que aplicam o método do VaR em termos absolutos (*VaR absoluto*) estão limitados a um VaR absoluto inferior a 20 % do VPL. Por seu turno, os fundos que aplicam o método do VaR em termos relativos (*VaR relativo*) estão limitados a um valor que não exceda o dobro do risco de perda num determinado modelo do VaR de uma carteira semelhante, mas não alavancada. Importa realçar que estes métodos do VaR permitem, potencialmente, uma alavancagem mais elevada do que a que seria permitida segundo o método baseado nos compromissos, dependendo da volatilidade dos ativos subjacentes. Um inquérito do CERS que abrangeu 11 jurisdições na UE indica que o subconjunto de OICVM que aplicam métodos do VaR para calcular a exposição global pode representar entre 27 % e 50 % do setor dos OICVM na UE em termos de VPL.

**A prestação de informação coerente sobre a alavancagem para todos os OICVM e FIA deve ser o objetivo, devendo apoiar a monitorização dos fundos de investimento não sujeitos a limites de alavancagem no setor dos fundos de investimento da UE.** O Conselho de Estabilidade Financeira recomenda que as autoridades recolham dados sobre a alavancagem dos fundos de investimento, monitorizem a sua utilização por fundos de investimento não sujeitos a limites de alavancagem ou que possam acarretar riscos significativos para o sistema financeiro relacionados com a alavancagem e tomem medidas, quando apropriado. Paralelamente, foi solicitado à IOSCO que identifique e/ou desenvolva medidas coerentes da alavancagem dos fundos de investimento, com vista a possibilitar uma monitorização mais significativa da alavancagem para efeitos de estabilidade financeira e ajudar a garantir que possam ser efetuadas comparações diretas entre fundos de investimento a nível mundial até ao final de 2018 <sup>(4)</sup>. Por conseguinte, o objetivo último deve ser a prestação de informação harmonizada sobre a alavancagem, em consonância com as medidas coerentes relativas à alavancagem que deverão ser desenvolvidas/identificadas pela IOSCO. A harmonização do quadro de reporte para os OICVM e a prestação de informação sobre a alavancagem dos FIA ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE deve desenrolar-se nestes moldes e facilitar a monitorização de fundos de investimento alavancados no conjunto do setor dos fundos de investimento da UE. A Comissão Europeia deve, portanto, desenvolver um quadro harmonizado para toda a UE e para o conjunto dos OICVM e dos FIA, tomando em consideração a dimensão internacional e o objetivo de desenvolver abordagens uniformes para os diferentes métodos de cálculo da alavancagem (métodos notional, bruto e baseado nos compromissos). Tal facilitaria também a monitorização da alavancagem de OICVM que só operam com restrições indiretas à alavancagem.

<sup>(1)</sup> Ver, a título de exemplo, o anexo IV do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013.

<sup>(2)</sup> Ver, por exemplo, o artigo 41.º, n.º 3, da Diretiva 2010/43/UE.

<sup>(3)</sup> Ver as orientações de nível 3 do CERS, intituladas *CERS's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, 28 de julho de 2010.

<sup>(4)</sup> Ver as recomendações 10 e 11 do documento *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, do Conselho de Estabilidade Financeira, publicado em janeiro de 2017.

A prestação de informação sobre a alavancagem de acordo com o método baseado nos compromissos nos termos da Diretiva 2011/61/UE exigiria que os OICVM adicionassem o VPL às posições em risco, tal como medidas pelo método baseado nos compromissos. Presentemente, os métodos utilizados para calcular as posições em risco de acordo com o método baseado nos compromissos diferem ligeiramente entre as Diretivas 2009/65/CE e 2011/61/UE. Enquanto a Diretiva 2011/61/UE exige que os FIA calculem as posições em risco de acordo com o método baseado nos compromissos como a soma do valor absoluto de todas as posições, os OICVM têm de calcular apenas o aumento incremental da posição em risco gerado pela utilização de alavancagem (ver o quadro 3). Dado que os OICVM não estão autorizados a contrair empréstimos de caixa sem garantia para fins de investimento e que as regras de cálculo das posições em risco por via de operações de financiamento através de valores mobiliários e derivados se assemelham às estabelecidas na Diretiva 2011/61/UE, o método baseado nos compromissos pode ser alinhado com a Diretiva 2011/61/UE se for exigido aos OICVM que adicionem o VPL às respetivas posições em risco.

Neste contexto, os novos requisitos de reporte sobre o risco por parte dos OICVM devem abranger igualmente informação sobre os seus testes de esforço. Tal deve incluir o reporte sobre os resultados dos testes de esforço univariados e padronizados e ainda informação sobre os cenários dos testes de esforço utilizados pelos gestores de fundos e os resultados relevantes.

Quadro 3

**Cálculo das posições em risco dos fundos de investimento de acordo com o método baseado nos compromissos**

	Diretiva relativa a GFIA (Diretiva 2011/61/UE)	OICVM	
		Cálculo atual	Alterações recomendadas
<b>Definição da posição em risco</b>	Soma dos valores absolutos de todas as posições	Aumento incremental da posição em risco e da alavancagem gerada através da utilização de instrumentos financeiros derivados	Adicionar valores patrimoniais líquidos
<b>Alavancagem financeira</b>	<b>Reutilização de empréstimos de caixa</b>		
	O valor mais elevado do valor de mercado do investimento realizado ou do montante total de empréstimos de caixa	Os empréstimos de caixa sem garantia não são permitidos para fins de investimento	Nenhuma
	<b>Operações de financiamento através de valores mobiliários</b>		
	Valor de mercado dos ativos de garantia recebidos (incluindo numerário) quando reinvestidos	Valor de mercado dos ativos de garantia recebidos (incluindo numerário) quando reinvestidos	Nenhuma
<b>Alavancagem sintética líquida</b>	<b>Derivados</b>		
	Soma do valor de mercado da posição equivalente no ativo subjacente após ter em conta os acordos de compensação e cobertura	Soma do valor de mercado da posição equivalente no ativo subjacente após ter em conta os acordos de compensação e cobertura	Nenhuma

**Recomendação D(2) – Frequência e extensão das obrigações de reporte aplicáveis aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM**

**Os dados mencionados na Recomendação D1 devem ser reportados numa base trimestral por uma parte suficiente e – da perspetiva da estabilidade financeira – relevante de todos os OICVM e sociedades gestoras de OICVM.** A composição das carteiras dos fundos de investimento, a liquidez das carteiras e a utilização de alavancagem (em particular, através de derivados) podem estar sujeitas a alterações significativas no curto prazo. Nessa medida, é necessário efetuar o reporte com uma periodicidade, no mínimo, trimestral, a fim de monitorizar adequadamente e, quando pertinente, dar resposta a desenvolvimentos passíveis de contribuir para a acumulação de riscos em termos de estabilidade financeira. Em virtude da heterogeneidade dos OICVM e das sociedades gestoras de OICVM no que respeita a estratégias de investimento e dimensões, o grau em que cada fundo de investimento ou grupos de fundos de investimento podem contribuir para o risco sistémico é suscetível de variar. Da perspetiva da estabilidade financeira, o reporte numa base trimestral por um subconjunto suficiente de OICVM e sociedades gestoras de OICVM seria adequado para fins de monitorização e, ao mesmo tempo, limitaria o ónus global de prestação de informação por parte do setor.

**O subconjunto de OICVM que devem efetuar o reporte trimestral deverá incluir, pelo menos, os OICVM que utilizam o método do VaR para medir a sua exposição global.** Na medida em que realizam operações com derivados, estes OICVM utilizam, em geral, estratégias de investimento mais complexas e podem recorrer a um nível considerável de alavancagem. Além deste subconjunto de OICVM, a Comissão deve considerar também características como a dimensão dos ativos sob gestão e, potencialmente, a estratégia de investimento e o perfil de liquidez, a fim de assegurar que uma proporção relevante de todos os OICVM e sociedades gestoras de OICVM prestará informação numa base trimestral.

**A monitorização eficaz dos desenvolvimentos e da potencial acumulação de riscos para a estabilidade financeira no setor dos OICVM em geral exigiria que um subconjunto suficiente de todos os OICVM e sociedades gestoras de OICVM reportasse um subconjunto suficiente de dados, no mínimo, anualmente.** Estabelecer a prestação de informação numa base anual para uma proporção suficiente do setor dos OICVM permitiria, em combinação com os dados disponíveis sobre os FIA, a monitorização da evolução geral do setor dos fundos de investimento da UE. De notar que a prestação de informação anual estaria em consonância com a frequência mínima de reporte prevista na Diretiva 2011/61/UE. Tal asseguraria a possibilidade de um acompanhamento, no mínimo, anual do risco para a estabilidade financeira associado ao setor dos fundos de investimento, tanto no caso de OICVM como de FIA. Permitiria ainda efetuar comparações significativas ao longo do tempo entre os desenvolvimentos a nível dos OICVM e dos FIA e possibilitaria a identificação de potenciais alterações estruturais passíveis de contribuir para a acumulação de risco sistémico.

**Recomenda-se à Comissão que, na determinação das entidades que devem estar sujeitas a requisitos de reporte numa base anual, considere o total de ativos sob gestão dos OICVM e das sociedades gestoras de OICVM.** A utilização dos ativos sob gestão para determinar os requisitos de reporte está em consonância com as práticas vigentes de determinação dos requisitos de reporte aplicáveis aos GFIA. A Comissão pode também considerar outras características – tais como o recurso a alavancagem nos OICVM, a abordagem utilizada para o cálculo da exposição global e a estratégia de investimento dos OICVM – ao determinar que entidades devem estar sujeitas a requisitos de reporte numa base anual.

**Nos termos da Diretiva 2011/61/UE, as frequências de reporte aplicáveis aos GFIA poderiam ser utilizadas como referência para determinar as frequências de reporte a aplicar aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM, atendendo às três categorias de reporte (trimestral, anual ou sem obrigatoriedade de reporte).** As atuais frequências de reporte<sup>(1)</sup> para GFIA autorizados responsáveis pela gestão de FIA da UE (em consonância com as aplicadas a OICVM e sociedades gestoras de OICVM que têm de ser autorizados e estão domiciliados na UE) podem ser sintetizadas da seguinte forma:

- os gestores responsáveis pela gestão de FIA com um total de ativos sob gestão abaixo do limiar de €100 milhões podem optar por ser autorizados e prestar informação numa base anual, tanto a nível do gestor como do FIA;
- se o total de ativos sob gestão de um GFIA exceder o limiar de €100 milhões, mas o total de ativos sob gestão permanecer abaixo do limiar de €1 000 milhões, o GFIA terá de prestar informação numa base semestral, tanto a nível do gestor como do FIA, exceto no caso de fundos com ativos sob gestão superiores a €500 milhões;
- se o total de ativos sob gestão de um GFIA exceder o limiar de €1 000 milhões, o GFIA terá de prestar informação numa base trimestral, tanto a nível do gestor como do FIA.

<sup>(1)</sup> Orientações relativas aos deveres de reporte nos termos da alínea d) do n.º 3 do artigo 3.º e dos n.ºs 1, 2 e 4 do artigo 24.º da DGFIA (ESMA/2014/869PT). É importante notar que a síntese acima apresentada não considera as frequências de reporte para FIA que investem em empresas e emittentes não cotados para adquirir controlo – uma estratégia de investimento que não pode ser seguida pelos OICVM.

**A Comissão pode colaborar com a ESMA e as ANC no sentido de estabelecer uma abordagem razoável para determinar o subconjunto de OICVM e sociedades gestoras de OICVM nas categorias de reporte relevantes.**

A colaboração com a ESMA e as ANC oferece a oportunidade de retirar ensinamentos das experiências atuais em termos de reporte ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE, ao desenvolver o quadro de reporte aplicável aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM. Note-se que, neste contexto, a Comissão – em cooperação com a ESMA e as ANC – pode igualmente considerar objetivos para além da monitorização dos riscos em termos de estabilidade financeira (por exemplo, a proteção dos investidores), os quais poderão exigir uma maior frequência de prestação de informação. Uma vez estabelecidas, as obrigações de reporte dos OICVM e das sociedades gestoras de OICVM deverão ser reexaminadas num determinado momento do tempo após a implementação, a fim de avaliar a adequação do seu âmbito e frequência.

**A Comissão deve procurar encontrar o justo equilíbrio entre a maximização dos benefícios decorrentes de uma monitorização acrescida dos riscos e a minimização dos custos resultantes de novos requisitos de reporte.**

A mais longo prazo, é provável que todas as jurisdições beneficiem de um quadro de reporte para os OICVM que seja idêntico aos sistemas/estruturas técnicos de prestação de informação já existentes ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE. No curto prazo, porém, a transição para um novo regime de reporte aplicável aos OICVM e às sociedades gestoras de OICVM geraria custos, tanto para o setor dos fundos de investimento como para as autoridades de supervisão. No caso das autoridades competentes, é provável que os custos de curto prazo sejam distintos consoante as jurisdições, podendo as que atualmente não têm obrigações de reporte enfrentar o maior ónus. A nível do setor, é provável que os custos de um novo quadro unificado de reporte para os OICVM variem significativamente consoante as sociedades gestoras de OICVM. A título de exemplo, os gestores de fundos que gerem OICVM em várias jurisdições enfrentarão alguns custos adicionais no início, mas constatarão uma melhoria em termos da eficiência geral do reporte e uma redução de custos em comparação com a situação atual, caracterizada por diferentes regimes e requisitos de reporte nas várias jurisdições. De igual modo, as sociedades gestoras responsáveis pela gestão tanto de OICVM como de FIA enfrentarão apenas pequenos custos pontuais e efetuarão o reporte sobre os OICVM utilizando os sistemas/estruturas de prestação de informação já existentes para os respetivos FIA. Provavelmente, serão as pequenas sociedades gestoras de OICVM que gerem OICVM em apenas uma jurisdição que terão de enfrentar maiores custos no curto prazo decorrentes de um novo regime de reporte para os OICVM, dado que os ganhos de eficiência serão, na melhor das hipóteses, reduzidos em comparação com a situação atual. A nova prestação de informação sobre riscos envolverá custos administrativos e de conformidade adicionais relacionados com o estabelecimento do sistema de reporte, bem como custos periódicos associados à elaboração dos relatórios. Estes custos adicionais podem, por seu turno, dar lugar a economias de escala e potencialmente afetar a estrutura do setor.

**Recomendação D(3) – Harmonização do reporte e partilha de informações**

**As ANC devem estar obrigadas a partilhar a informação prestada pelos OICVM e pelas sociedades gestoras de OICVM com outras autoridades da UE, a ESMA e o CERS.** A partilha obrigatória de informação facilita a análise coletiva da potencial contribuição dos OICVM para a acumulação de risco sistémico e suscita uma resposta comum. Além disso, um ou mais OICVM podem, em algum momento, constituir uma fonte importante de risco de contraparte para uma instituição de crédito ou outra instituição de importância sistémica em um ou mais Estados-Membros, o que sublinha ainda mais a pertinência de um quadro adequado de partilha da informação reportada com outras autoridades.

**Recomenda-se à Comissão que aplique as disposições e práticas em vigor em matéria de partilha de informação ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE ao novo quadro de reporte para os OICVM<sup>(1)</sup>.** Em consonância com o disposto na Diretiva 2011/61/UE, as ANC estão obrigadas a partilhar a informação recolhida sobre os GFIA e os FIA com outras autoridades, a ESMA e o CERS. Por sua vez, o intercâmbio de informação entre a ESMA e o CERS no tocante aos dados recolhidos de acordo com a Diretiva 2011/61/UE assenta num Memorando de Entendimento. As ANC do Estado-Membro de origem podem também exigir informação adicional fora do quadro de reporte numa base periódica ou *ad hoc*, se tal for considerado necessário para a monitorização eficaz do risco sistémico. Por último, a troca de informação harmonizada é ainda apoiada ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE pelas normas técnicas de execução elaboradas pela ESMA, que estabelecem os procedimentos para o intercâmbio de informação entre as ANC e entre as ANC e a ESMA.

**II.4.2 Efeitos indesejados**

**Um novo quadro de reporte para os OICVM origina custos relacionados com a recolha de dados e os processos de partilha de informação, que têm de ser implementados pelas sociedades gestoras e pelas ANC.** Qualquer tentativa de melhorar o reporte por parte dos OICVM e das sociedades gestoras de OICVM deve, portanto, reconhecer devidamente o princípio da proporcionalidade e procurar reduzir os custos associados. Mais especificamente, a melhoria do reporte para os OICVM pode impor um ónus desnecessário aos participantes de menor dimensão no setor. Na definição dos requisitos de reporte, o quadro de reporte para os OICVM, deve, assim, ter em consideração a potencial contribuição de cada fundo de investimento para a acumulação de risco sistémico. Este quadro deve considerar outras formas de reduzir os custos associados e ter em conta os quadros de reporte em vigor, relativamente aos quais o setor e as autoridades competentes já desenvolveram normas técnicas. Mais especificamente, visto que várias sociedades gestoras

<sup>(1)</sup> Consultar, por exemplo, os artigos 50.º, 52.º e 54.º da Diretiva 2011/61/UE.

de OICVM também detêm uma licença como GFIA, sendo provável que múltiplos campos de prestação de informação sejam idênticos tanto para OICVM como para FIA, seria razoável que o formato do novo quadro de reporte se baseasse no quadro de reporte em vigor ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE. O quadro de reporte para os OICVM deve ter também em consideração, tanto quanto possível, a prestação de informação a que estes fundos de investimento já estão sujeitos. Em particular, a recolha de dados pelo BCE no tocante ao balanço dos fundos de investimento já inclui informação detalhada sobre o ativo e o passivo dos fundos [ver o Regulamento (UE) n.º 1073/2013 do BCE<sup>(1)</sup>]. Contudo, estes dados não estão disponíveis para o conjunto da UE e, em geral, não têm granularidade suficiente para fornecer informação útil sobre o risco de liquidez e a alavancagem associados aos fundos de investimento.

## II.5 **Recomendação E – Orientações sobre o artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE**

### II.5.1 **Fundamentação económica e efeitos desejados**

#### **Recomendação E(1) – Avaliação do risco sistémico relacionado com a alavancagem**

**Os gestores de fundos de investimento estão obrigados a reportar às ANC dados granulares relativos a cada FIA alavancado sob a sua gestão.** Os dados podem contemplar até 301 rubricas e incluem informação detalhada sobre o fundo de investimento em termos de utilização de alavancagem, dimensão, estratégias de investimento, principais posições em risco, foco geográfico, participações dos investidores, concentração dos investidores, instrumentos negociados, risco de mercado, perfil de risco de contraparte, perfil de liquidez (incluindo perfil de resgates), risco operacional e outros aspetos relacionados com o risco. Importa destacar que os FIA com um rácio de alavancagem mais de três vezes superior ao seu VPL, calculado de acordo com o método baseado nos compromissos, são considerados fundos que recorrem a alavancagem de forma substancial. Os gestores de tais fundos de investimento têm ainda de prestar informação sobre as cinco fontes mais importantes de empréstimos de caixa ou títulos.

**Os dados granulares fornecidos às ANC servem de base a avaliações do risco sistémico relacionado com a alavancagem, embora deixem ampla margem para abordagens nacionais divergentes.** Por exemplo, os dados reportados incluem duas medidas da alavancagem – uma medida bruta e também uma medida líquida, que representa as posições alavancadas utilizadas para fins de compensação e cobertura – e as autoridades poderão ter perspetivas divergentes no tocante ao uso e à interpretação dessas medidas. Além disso, a prestação de informação aprofundada permite diferenças nacionais no que respeita à necessidade de incluir mais dados, além da utilização de alavancagem, numa avaliação. Poderão igualmente existir diferenças no que toca à necessidade de avaliar o contributo da utilização de alavancagem nos FIA para a acumulação de risco sistémico.

**O caráter internacional do setor dos FIA exige uma abordagem mais coordenada à avaliação do risco sistémico relacionado com a alavancagem e às potenciais medidas de mitigação.** Geralmente, os FIA investem e têm ligações com instituições financeiras a nível transfronteiras, pelo que o potencial impacto económico da desalavancagem ou da falência de fundos de investimento não se limita às jurisdições em que estão domiciliados. É também relativamente fácil para os gestores de fundos e/ou os respetivos fundos de investimento mudarem de um país para outro, o que reforça ainda mais a importância de uma abordagem mais coordenada às avaliações e potenciais medidas de mitigação.

**Com vista a assegurar que as ANC adotam uma abordagem coerente ao avaliar se estão reunidas as condições para impor medidas relacionadas com a alavancagem, a ESMA deve, como primeiro passo, fornecer orientações sobre um conjunto comum de indicadores.** Essas orientações facilitarão a utilização eficaz do vasto leque de informação disponibilizado às ANC ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE e encorajariam as ANC a avaliar em que medida o recurso a alavancagem no setor dos FIA contribui para a acumulação de risco sistémico. A operacionalização de medidas de política ao abrigo do artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE, incluindo limites de alavancagem macroprudenciais ou outras restrições impostas à gestão de FIA, requer um quadro que possa avaliar se medidas aplicadas, em última instância, ao nível dos fundos de investimento efetivamente limitam a contribuição da alavancagem para a acumulação de riscos sistémicos no setor dos FIA.

**Com vista a apoiar uma utilização harmonizada dos indicadores, aconselha-se igualmente a ESMA a fornecer orientações relacionadas com a interpretação dos indicadores.** A ESMA está presentemente a desenvolver um conjunto de dados a nível da UE, que incluirá todos os dados reportados às ANC ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE na esfera nacional. Quando estiver disponível, este conjunto de dados deverá permitir à ESMA desenvolver perspetivas quantitativas sobre a interpretação dos indicadores no âmbito do quadro de avaliação, por exemplo, examinando resumos estatísticos básicos de cada indicador, tais como os valores reportados médios, medianos, mínimos e máximos, e a distribuição dos valores reportados.

<sup>(1)</sup> Regulamento (UE) n.º 1073/2013 do Banco Central Europeu, de 18 de outubro de 2013, relativo às estatísticas de ativos e passivos de fundos de investimento (BCE/2013/38) (JO L 297 de 7.11.2013, p. 73).

**O quadro de avaliação deve incluir indicadores que captem o nível, a fonte e as diferentes utilizações da alavancagem.** A alavancagem financeira por meio de empréstimos ou de operações de financiamento através de valores mobiliários aumenta o risco de liquidez do financiamento de um fundo de investimento, uma vez que os custos dos empréstimos ou as margens exigidas poderão aumentar. Por seu turno, a utilização da alavancagem sintética aumenta a sensibilidade do fundo a choques nos mercados de derivados e o risco de os valores de cobertura adicional provocados por pequenas flutuações dos preços em sentido descendente poderem forçar o fundo a vender ativos com um desconto substancial.

**O quadro deve captar, tanto quanto possível, os canais através dos quais o risco sistémico se pode materializar, como a seguir explicado.**

- a) **A potencial contribuição dos fundos a nível individual e do conjunto do setor dos FIA para o risco de vendas forçadas** – O perfil de resgates de um fundo de investimento é um aspeto do risco de vendas forçadas. A oferta de resgates a curto prazo (especialmente diários) e de períodos de pré-aviso curtos deixa os fundos suscetíveis a corridas de investidores, que podem desencadear vendas forçadas. Outra vertente do perfil de resgates de um fundo de investimento é a sua base de investidores, sendo que uma concentração mais elevada de um tipo de investidores – em particular, quando combinada com uma frequência de resgate curta – aumenta o risco de vendas forçadas, visto que estas podem ser desencadeadas quando apenas um ou alguns investidores solicitam o resgate das suas ações/unidades de participação. O perfil de liquidez de um fundo de investimento é um segundo aspeto do risco de vendas forçadas. A liquidez da carteira de um fundo é essencial para a sua capacidade de satisfazer os pedidos de resgate e/ou os valores de cobertura adicional, sem recorrer a vendas de ativos com um desconto substancial. A capacidade de liquidar partes da carteira depende, em grande medida, das características da carteira do fundo. Aspetos como concentrações elevadas de posições em risco de crédito sobre contrapartes ou instrumentos únicos aumentam a probabilidade de um fundo de investimento ter de proceder a vendas de ativos com um desconto substancial, em caso de falência de uma contraparte. Nas carteiras complexas (ou seja, aquelas em que é transacionada uma proporção elevada de instrumentos de mercado de balcão (*over-the counter* – OTC) ou se verifica uma ampla reciclagem dos ativos de garantia), estes efeitos podem ser ainda mais amplificados.
- b) **As interligações diretas dos fundos de investimento e do conjunto do setor dos FIA com as instituições financeiras** – O recurso à alavancagem pode aumentar o risco de um fundo de investimento ser confrontado com dificuldades financeiras, o que pode ser transmitido às contrapartes do fundo e ao sistema financeiro em geral (o «canal da contraparte»). As contrapartes podem incluir instituições de crédito ou sociedades corretoras com ligações de negociação diretas a um fundo de investimento alavancado ou que concederam financiamento ao mesmo. Um fundo de investimento alavancado pode também propagar os riscos ao sistema financeiro mundial através das interligações com os seus investidores e do financiamento de outros intermediários financeiros e sociedades financeiras (o «canal da interligação»). Uma forma de captar as interligações diretas com instituições financeiras é medindo a concentração das posições em risco sobre contrapartes de um fundo de investimento. Os fundos de investimento podem também ter ligações diretas a instituições financeiras por via da sua base de investidores e dos seus investimentos de carteira.
- c) **O envolvimento direto ou indireto dos fundos de investimento individuais e do conjunto do setor dos FIA na intermediação de crédito** – Os fundos de investimento alavancados podem contribuir para uma intermediação de crédito excessiva e para o risco de interrupções do processo de intermediação de crédito, aquando da viragem do ciclo de crédito. O recurso à alavancagem permite aos fundos de investimento disponibilizar diretamente mais crédito à economia real ou facilitar uma maior intermediação de crédito por parte das instituições de crédito. Relativamente a este último aspeto, os fundos de investimento podem fornecer financiamento direto ao setor bancário, investir em crédito estruturado e assumir risco de crédito através de derivados. Os riscos sistémicos podem surgir em resultado de paragens súbitas na disponibilização de liquidez e de financiamento de curto prazo a instituições financeiras, de reduções repentinas da liquidez de mercado dos instrumentos financeiros importantes para a intermediação de crédito ou de uma separação do risco insuficiente <sup>(1)</sup>.

**A ESMA deve fornecer orientações sobre um quadro de avaliação que seja operável.** Não obstante, em teoria, ser possível categorizar de uma forma geral os potenciais canais do risco sistémico, estes estão interligados, sendo provável que, na prática, se reforcem mutuamente. Além disso, os mecanismos subjacentes ao risco sistémico através destes canais podem ser complexos e estão sujeitos a mutação. Consequentemente, o contributo dos fundos de investimento para os riscos sistémicos não é facilmente captado por indicadores individuais, o que gera a necessidade de alcançar um compromisso entre desenvolver um quadro simples e operável *versus* um mais complexo e difícil de aplicar. Como princípio orientador, os indicadores só devem fazer parte do quadro se facilitarem significativamente a avaliação do contributo dos fundos de investimento e do conjunto do setor dos FIA para os riscos sistémicos relacionados com a alavancagem.

<sup>(1)</sup> Bengtsson, E., «Investment funds, shadow banking and systemic risk», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24(1), p. 60-73.

As orientações da ESMA sobre o quadro de avaliação devem igualmente proporcionar uma base suficiente para as ANC explicarem a sua decisão de adotar medidas de política macroprudencial. As ANC do Estado-Membro de origem de um GFIA devem informar a ESMA, o CERS e as ANC do FIA sobre os motivos subjacentes a qualquer medida macroprudencial tomada com vista a restringir o grau de contribuição do recurso a alavancagem para a acumulação de risco sistémico no sistema financeiro ou para riscos de perturbação dos mercados <sup>(1)</sup>. Subsequentemente, a ESMA deverá emitir um parecer sobre a medida e também considerar se as condições para a tomada de medidas parecem ter sido cumpridas <sup>(2)</sup>. Um quadro de avaliação detalhado que as ANC possam aplicar aumentará a probabilidade de as ANC e a ESMA chegarem a acordo quanto à necessidade de tomar uma medida.

O quadro 4 apresenta, a título de exemplo, um conjunto de indicadores comuns, que poderia fazer parte do quadro de avaliação recomendado. Os indicadores resultam de análises realizadas pelo BCE e o De Nederlandsche Bank (DNB) <sup>(3)</sup>, pelo Oesterreichische Nationalbank (OeNB) <sup>(4)</sup> e pela Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido <sup>(5)</sup>. Os indicadores facilitam uma avaliação do grau, das fontes e das diferentes utilizações de alavancagem e visam captar, tanto quanto possível, os canais através dos quais o risco sistémico se poderá materializar. Todos os indicadores podem ser construídos utilizando a informação reportada às ANC nos termos do artigo 24.º da Diretiva 2011/61/UE.

#### Quadro 4

#### Exemplo de um conjunto de indicadores para um quadro de avaliação dos riscos em termos de estabilidade financeira criados por fundos de investimento

		INDICADOR		DESCRIÇÃO	ID campos de dados / Modelo de dados – Diretiva 2011/61/UE
		#	NOME		
1. RISCO DE IMPACTO NO MERCADO	Dimensão	1.1	Posição em risco líquida	Valor patrimonial líquido (VPL) * alavancagem segundo o método baseado nos compromissos	53, 295
		1.2	Valor patrimonial líquido	VPL	53
2. RISCO DE VENDAS FORÇADAS	Alavancagem	2.1	Alavancagem líquida	Alavancagem segundo o método baseado nos compromissos	295
		2.2	Alavancagem bruta em relação à alavancagem líquida	Alavancagem bruta / alavancagem segundo o método baseado nos compromissos, como medida da utilização de acordos de compensação e cobertura	294, 295
	Perfil de resgates	2.3	Duração do resgate	Período mínimo, em dias, que os investidores têm de aguardar para retirar os investimentos	194, 195, 196

<sup>(1)</sup> Ver, por exemplo, o artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE.

<sup>(2)</sup> Ver, por exemplo, o artigo 25.º, n.º 6, da Diretiva 2011/61/UE.

<sup>(3)</sup> Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. and de Sousa van Stralen, R. (2017), «Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands», Documento de trabalho ocasional conjunto do BCE e do De Nederlandsche Bank.

<sup>(4)</sup> Lehecka, G. e Ubl, E., «Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer», *Financial Stability Report*, n.º 30, Oesterreichische Nationalbank, dezembro de 2015.

<sup>(5)</sup> Autoridade de Conduta Financeira, *Hedge Fund Survey*, junho de 2015.

		INDICADOR		DESCRIÇÃO	ID campos de dados / Modelo de dados – Diretiva 2011/61/UE
		#	NOME		
	<b>Desfasamento de liquidez</b>	2.4	Duração do resgate menos a percepção da liquidez da carteira em dias	Período mínimo, em dias, que os investidores têm de aguardar para retirar os investimentos menos a liquidez da carteira, conforme reportada pelo gestor de ativos	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Rácio do VPL em relação aos ativos de elevada liquidez	Os ativos de elevada liquidez incluem caixa e equivalentes de caixa (depósitos, papel comercial e outros), ações cotadas, títulos com grau de investimento emitidos por instituições financeiras, obrigações de dívida pública de países da UE e de países do G10 não pertencentes à UE, e ações/unidades de participação em fundos de investimento	53, 123
		2.6	Percentagem de ativos ilíquidos (% do VPL)	Os ativos ilíquidos incluem ativos físicos, ações não cotadas, obrigações convertíveis e obrigações de empresas com grau de não investimento, e empréstimos.	53, 123
	<b>Concentração de investidores e contrapartes</b>	2.7	Concentração de investidores	Percentagem do VPL detido pelos cinco maiores investidores	118
		2.8	Concentração de contrapartes	Total da exposição creditícia líquida às cinco maiores contrapartes (% do VPL)	165
	<b>3. RISCO DE REPERCUSSÕES DIRETAS NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS</b>	<b>Ligações através de investimentos</b>	3.1	Investimentos em instituições financeiras	Valor agregado dos investimentos em ações cotadas e obrigações de empresas emitidas por instituições financeiras, em % do VPL
3.2			Investimentos em produtos estruturados e titularizados (% do VPL)	Soma das posições agregadas em instrumentos de dívida titularizados ( <i>asset-backed securities</i> – ABS), instrumentos de dívida titularizados garantidos por empréstimos hipotecários para habitação ( <i>residential mortgage-backed securities</i> – RMBS), instrumentos de dívida titularizados garantidos por empréstimos hipotecários para fins comerciais ( <i>commercial mortgage-backed securities</i> – CMBS), instrumentos de dívida titularizados garantidos por empréstimos hipotecários emitidos por agências ( <i>agency mortgage-backed securities</i> – AMBS), papel comercial garantido por ativos ( <i>asset-backed commercial paper</i> – ABCP), obrigações de dívida garantidas ( <i>collateralized debt obligations</i> – CDO), obrigações garantidas por empréstimos ( <i>collateralized loan obligations</i> – CLO), certificados estruturados, produtos transacionados em bolsa e outros, em % do VPL	53, 123

	INDICADOR		DESCRIÇÃO	ID campos de dados / Modelo de dados – Diretiva 2011/61/UE
	#	NOME		
<b>Ligações através da base de investidores</b>	3.3	Instituições de crédito na base de investidores (% do VPL)	Ligações diretas com instituições financeiras como investidores	209
	3.4	Sociedades seguradoras na base de investidores (% do VPL)		
	3.5	Fundos de pensões na base de investidores (% do VPL)		
	3.6	Fundos de investimento na base de investidores (% do VPL)		
	3.7	OIF na base de investidores (% do VPL)		
<b>4. RISCO DE INTERRUÇÃO DA INTERMEDIÇÃO DE CRÉDITO DIRETA</b>	4.1	Investimentos em obrigações de empresas (% do VPL)	Soma dos valores agregados das obrigações de empresas, das obrigações convertíveis não emitidas por instituições financeiras (com grau de investimento e com grau de não investimento), em % do VPL	53, 123
	4.2	Investimentos em empréstimos empresariais (% do VPL)	Empréstimos alavancados e outros empréstimos, em % do VPL	53, 123

## Recomendação E(2) – Limites de alavancagem macroprudenciais

A ESMA pode ajudar as ANC a operacionalizar limites de alavancagem, fornecendo orientações sobre as opções em termos de conceção dos mesmos, incluindo uma avaliação da sua eficácia e eficiência. A Diretiva 2011/61/UE permite restrições à alavancagem, se esta estiver a contribuir para uma «acumulação de riscos sistémicos», mas não proporciona orientações adicionais sobre a conceção dos limites. As ANC podem beneficiar das orientações da ESMA sobre a conceção dos limites de alavancagem, podendo a ESMA tomar como base para o efeito a Recomendação CERS/2013/1<sup>(1)</sup>. O CERS recomenda que as autoridades definam instrumentos macroprudenciais eficazes e eficientes para alcançar os seus objetivos em termos de políticas.

### Os limites de alavancagem dos FIA podem ser considerados eficazes se derem resposta ao risco de i) vendas forçadas, ii) repercussões a nível das contrapartes financeiras e iii) perturbações na intermediação de crédito.

Ao darem resposta a estas falhas do mercado, os limites de alavancagem reforçam a estabilidade financeira. No que respeita aos objetivos intermédios do CERS, os limites de alavancagem são direcionados para o risco de «alavancagem excessiva»<sup>(2)</sup>. A alavancagem ao nível do sistema é excessiva quando torna as economias mais propensas a crises financeiras onerosas.

### Para que os limites de alavancagem sejam eficientes, o instrumento deve ser simples e as consequências indesejáveis devem ser contidas.

As autoridades devem optar por limites fáceis de calibrar e implementar, o que promove a transparência e evita a inação. Além disso, as consequências indesejáveis devem ser contidas e os limites de alavancagem devem ser robustos face a jogos estratégicos e arbitragem pelos participantes no mercado. Os limites de alavancagem devem ainda ser proporcionais ao risco sistémico colocado pelo recurso do fundo de investimento a alavancagem, a fim de garantir que o setor continua a ter capacidade para disponibilizar serviços valiosos à economia. Os fundos de investimento devem, por exemplo, continuar a poder aplicar estratégias diversas e ativas, passíveis de servir como amortecedores de choques durante uma situação de tensão no mercado. Ao avaliar se são necessários limites de alavancagem e os tipos de limite que seriam proporcionais aos riscos sistémicos, as autoridades devem proceder a uma análise do risco com base na informação recolhida ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE e nos indicadores de risco do quadro de avaliação comum do risco (cujo desenvolvimento é gerido à ESMA na recomendação E1).

Para informação da ESMA, o quadro 5 fornece um exemplo de quadro de avaliação da eficácia e eficiência de várias opções de limites de alavancagem. A título de exemplo, o quadro avalia três opções de limites de alavancagem constantes e considera limites cíclicos. Os exemplos apresentados não representam um conjunto exaustivo de opções e a avaliação proporcionada a seguir deve ser vista como um exemplo da forma como o quadro poderia ser utilizado para avaliar as diferentes opções.

«Um limite para todos os casos» poderia ser simples de aplicar, mas pode ter consequências indesejáveis importantes. Um tal limite poderia ser eficaz na limitação dos riscos sistémicos relacionados com a alavancagem, se fosse obrigatório para uma grande parte do setor dos fundos de investimento. Contudo, esta abordagem poderia ter a consequência indesejada de tornar alguns modelos de negócio inviáveis, o que poderia ter um grave impacto negativo na liquidez dos diferentes produtos do mercado financeiro mundial. A restritividade de «um limite para todos os casos» poderia, além disso, reduzir significativamente a capacidade do setor para absorver choques de mercado, na medida em que os gestores de fundos investem ativamente e atuam contra as tendências do mercado. Por último, dado que um tal limite de alavancagem poderia restringir consideravelmente as atividades do setor dos fundos de investimento, existe o risco de essas atividades passarem a ser desenvolvidas por outros segmentos, menos regulados, do setor financeiro.

### Limites de alavancagem baseados no tipo e/ou perfil dos fundos de investimento podem ser um instrumento útil para as ANC no curto a médio prazo.

A diferenciação dos limites de alavancagem em função do tipo e/ou do perfil dos fundos de investimento permitiria às autoridades visar de forma eficaz os fundos de investimento que mais contribuem para o risco sistémico, fazendo, assim, face às vulnerabilidades estruturais do setor. Poderão ser consideradas várias opções para a diferenciação, de acordo com o perfil do fundo de investimento. Por exemplo, as autoridades que visem fazer face ao risco de vendas forçadas poderão considerar impor limites aos fundos de investimento que oferecem resgates a curto prazo ou investem em ativos de menor liquidez. Como outro exemplo, as autoridades preocupadas com o contágio poderão considerar impor limites de alavancagem a fundos de investimento com um elevado volume ou concentração de posições em risco sobre outras instituições financeiras. A ESMA pode ajudar as autoridades, fornecendo orientações sobre a definição dos perfis dos fundos de investimento para efeitos de avaliação do risco relacionado com

<sup>(1)</sup> Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 4 de abril de 2013, relativa a objetivos intermédios e instrumentos de política macroprudencial (CERS/2013/1) (JO C 170 de 15.6.2013, p. 1).

<sup>(2)</sup> Ver, por exemplo, a Recomendação CERS/2013/1 para uma descrição geral dos objetivos intermédios e o mapeamento dos instrumentos macroprudenciais já existentes e potenciais.

a alavancagem e sobre a implementação de limites de alavancagem macroprudenciais. As autoridades podem também ter em conta diferenças nos níveis gerais de alavancagem através de limites diferenciados para cada tipo de fundo de investimento. Uma desvantagem desta opção é que os fundos de investimento poderão tentar manipular os limites, procurando obter uma classificação mais favorável como fundo de investimento <sup>(1)</sup>. Por conseguinte, poderá justificar-se a imposição de critérios para a classificação dos FIA por tipos de fundo de investimento.

Quadro 5

## Possível quadro de avaliação da eficácia e eficiência das opções de limites de alavancagem

	Opções de limites de alavancagem	Limites constantes de alavancagem			Limites cíclicos
		1	2	3	
		Um limite para todos os casos	Limites por tipo de fundo	Limites por perfil de fundo	
<b>Eficácia</b>	<b>Vendas forçadas</b>	Eficaz na limitação de todas as falhas de mercado, se o limite for obrigatório para grande parte dos fundos alavancados	Eficazes na limitação de todas as falhas de mercado, se os limites forem obrigatórios para grande parte dos fundos alavancados	Eficazes se centrados em fundos alavancados com carteiras relativamente ilíquidas e/ou prazos de resgate curtos	As opções 1 a 3 poderiam ser aplicadas de modo variável no tempo. Teriam o mesmo efeito, mas os limites cíclicos de alavancagem seriam mais adequados para restringir a acumulação de riscos na fase de recuperação do ciclo financeiro e a materialização de riscos na fase de abrandamento do mesmo
	<b>Externalidades decorrentes de contrapartes e interligações</b>			Eficazes se centrados em fundos alavancados com fortes ligações diretas a instituições financeiras	
	<b>Intermediação de crédito excessiva</b>			Eficazes se centrados em fundos alavancados que investem em obrigações de empresas e empréstimos	
<b>Eficiência</b>	<b>Proporcional</b>	Um limite baixo poderia tornar os tipos de fundos (isto é, fundos de cobertura) inviáveis, ao passo que um limite elevado não impedirá um aumento geral da alavancagem	Os limites centram-se em tipos de fundos com uma alavancagem relativamente elevada (por exemplo, fundos de cobertura), mas não diferenciam entre perfis de risco dentro de um tipo de fundo	Os limites centram-se em diferentes perfis de risco dos fundos em geral nos vários tipos de fundos	A proporcionalidade dependeria da opção selecionada

<sup>(1)</sup> Ao abrigo da Diretiva 2011/61/UE, os gestores de fundos podem escolher o tipo de fundo.

	Opções de limites de alavancagem	Limites constantes de alavancagem			Limites cíclicos
		1	2	3	
		Um limite para todos os casos	Limites por tipo de fundo	Limites por perfil de fundo	
	<b>Robustez face a jogos estratégicos e arbitragem</b>	Sem margem para jogos estratégicos e arbitragem	Alguma margem para jogos estratégicos e arbitragem, na medida em que fundos mistos poderiam obter uma classificação mais favorável como fundo	As oportunidades para jogos estratégicos e arbitragem seriam improváveis com um número reduzido de perfis rigorosamente definidos	A margem para jogos estratégicos e arbitragem dependeria da opção selecionada
	<b>Complexidade da calibração</b>	Opção mais simples	Relativamente simples com um número reduzido de tipos de fundos rigorosamente definidos	Relativamente simples com um número reduzido de perfis de fundos rigorosamente definidos	Exige um indicador do ciclo de alavancagem e uma medida da contribuição dos fundos, o que acrescenta uma camada de complexidade à calibração

Fonte: Quadro 4.1 in Van der Veer et al. (2017).

**A mais longo prazo, poderia igualmente ser explorada a alavancagem cíclica.** As autoridades poderão também considerar a aplicação, de forma cíclica, de uma determinada opção de limite de alavancagem (por exemplo, «um limite para todos os casos», um limite por tipo de fundo ou um limite por perfil de fundo). Em comparação com os limites constantes de alavancagem, os limites cíclicos seriam mais adequados para atenuar a acumulação de riscos na fase de recuperação do ciclo financeiro e a materialização de riscos na fase de abrandamento do mesmo. Porém, no curto e médio prazo, uma abordagem cíclica não seria viável, dado que seria necessária uma medida para o ciclo financeiro e um indicador para a contribuição de um fundo, o que adicionaria uma camada adicional de complexidade a esta medida. Adotando a mesma abordagem que a utilizada no caso dos limites de alavancagem nos termos do Acordo de Basileia III, a ênfase no curto prazo poderia ser em limites constantes. Os limites cíclicos podem ser explorados quando as autoridades tiverem adquirido mais experiência com a utilização de limites constantes.

**Os limites de alavancagem devem basear-se nas medidas de alavancagem previstas na Diretiva 2011/61/UE, a fim de reforçar uma aplicação coerente e a transparência e evitar a arbitragem regulamentar.** A utilização de medidas comuns da alavancagem ajuda as autoridades a atingir uma aplicação coerente dos limites de alavancagem a nível europeu. Aumenta também a transparência das medidas adotadas e facilita a sua implementação. Além disso, a utilização de medidas comuns contribui para reduzir a arbitragem regulamentar por parte dos gestores de fundos. Tendo em conta a complexidade da mensuração da alavancagem, as autoridades devem, idealmente, partir dos conceitos e medidas já existentes utilizados para a prestação de informação sobre alavancagem nos termos da Diretiva 2011/61/UE.

**Uma análise periódica dos limites de alavancagem resultaria i) em melhorias baseadas na experiência adquirida e ii) num alinhamento com as normas internacionais.** Poder-se-ia argumentar que, presentemente, as medidas da alavancagem previstas na Diretiva 2011/61/UE não estão perfeitamente definidas ou acabarão por estar desalinhas com as normas internacionais (tais como as desenvolvidas pela IOSCO). Todavia, uma vantagem importante de utilizar as medidas da alavancagem previstas na Diretiva 2011/61/UE prende-se com o facto de as potenciais melhorias futuras na mensuração da alavancagem serem tomadas em consideração automaticamente e de forma coerente, se vigorar um processo de análise regular. Um processo de análise regular proporcionaria também compatibilidade com as normas internacionais (FSB e IOSCO). Um reexame periódico do limite de alavancagem estaria em consonância com a Recomendação CERS/2013/1<sup>(1)</sup>.

**Orientações sobre os critérios de aplicação de limites de alavancagem ajudam as ANC a operacionalizar esses limites.** Orientações claras reforçam uma aplicação coerente a nível europeu e reduzem a inação.

<sup>(1)</sup> Ver, por exemplo, a recomendação D da Recomendação CERS/2013/1.

A ESMA poderia ajudar as autoridades a operacionalizar os limites de alavancagem, fornecendo orientações sobre a forma como as autoridades devem encontrar um equilíbrio entre as medidas baseadas em regras e a implementação discricionária de medidas. Deve ser encontrado um equilíbrio entre a facilitação da implementação de medidas baseadas em regras e a flexibilidade para o exercício de discricionariedade.

#### **Recomendação E(3) – Procedimento de notificação**

A ESMA deve desenvolver um procedimento claro de notificação de decisões tomadas pelas ANC ao abrigo do artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE. Um procedimento de notificação harmonizado permite às ANC informar a ESMA de forma eficiente. Permite também à ESMA e ao CERS analisar essas notificações de modo eficaz e eficiente.

#### **Recomendação E(4) – Análise comparativa**

No sentido de continuar a promover um nível de regulamentação e supervisão sólido, eficaz e coerente, recomenda-se à ESMA que proceda a uma análise comparativa do exercício de poderes pelas ANC, ao abrigo do artigo 25.º, n.º 3, da Diretiva 2011/61/UE. Essa análise comparativa pode, por exemplo, fornecer uma indicação das circunstâncias em que os poderes foram exercidos e dos requisitos impostos para dar resposta a diferentes situações, podendo ajudar a identificar melhores práticas. A ESMA deve ainda discutir, entre os seus membros, os resultados dessa análise comparativa e partilhar os conhecimentos adquiridos sobre as medidas das ANC com as autoridades macroprudenciais nacionais e o CERS.

**Embora os resultados dos exercícios de análise comparativa não sejam vinculativos, poderão ser aplicados pelas ANC para fundamentar as suas próprias práticas.** A título de exemplo, foram realizados exercícios de análise comparativa no que respeita à avaliação pelas ANC dos métodos internos de cálculo dos requisitos de fundos próprios das instituições de crédito <sup>(1)</sup> e dos cenários dos planos de recuperação, em conformidade com a Diretiva 2014/59/UE <sup>(2)</sup>, <sup>(3)</sup>. Estes exercícios ilustram a utilidade de análises comparativas de práticas de supervisão para promover a sua convergência e melhorar a tomada de decisões das ANC, assegurando, porém, a discricionariedade prudencial. As análises comparativas podem também ajudar a fundamentar os atos delegados da Comissão, nos termos do artigo 25.º, n.º 9, da Diretiva 2011/61/UE (princípios que especifiquem as circunstâncias em que as autoridades competentes aplicam o disposto no artigo 25.º, n.º 3, tendo em conta as diferentes estratégias dos FIA, as diferentes condições dos mercados onde os FIA operam e os possíveis efeitos pro-cíclicos decorrentes da aplicação das disposições).

#### **II.5.2 Efeitos indesejados**

**Existe um compromisso entre o nível de harmonização e os poderes discricionários das ANC.** Dado que esta recomendação pretende promover uma abordagem harmonizada no que toca à operacionalização do artigo 25.º da Diretiva 2011/61/UE, estão implícitas algumas limitações aos poderes discricionários das ANC. Com efeito, o poder da ESMA para emitir orientações visa promover a convergência da supervisão. Não obstante, um efeito extremo poderia ser que as orientações da ESMA sobre o quadro de avaliação do risco e a conceção, calibração e implementação de limites de alavancagem macroprudenciais pudessem criar entraves involuntários ao exercício de discricionariedade pelas ANC na implementação de limites de alavancagem macroprudenciais em relação aos FIA geridos por gestores de fundos localizados nas respetivas jurisdições.

<sup>(1)</sup> <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>.

<sup>(2)</sup> Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento e que altera a Diretiva 82/891/CEE do Conselho, e as Diretivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e os Regulamentos (UE) n.º 1093/2010 e (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 173 de 12.6.2014, p. 190).

<sup>(3)</sup> Ver <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

## Referências

Associação Europeia de Gestão de Fundos e Ativos (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, dezembro.

Autoridade Bancária Europeia (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise* (disponível em <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>).

Autoridade Bancária Europeia (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, dezembro (disponível em <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>).

Autoridade de Conduta Financeira (2015), *Hedge Fund Survey*, junho.

Autoridade de Conduta Financeira (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds* (DP 17/1), fevereiro.

Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (2014), *Orientações relativas aos deveres de reporte nos termos da alínea d) do n.º 3 do artigo 3.º e dos n.ºs 1, 2 e 4 do artigo 24.º da DGFIA* (ESMA/2014/869PT), agosto.

Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 2.

Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, Parecer ESMA/2016/596, abril (disponível em [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596\\_opinion\\_on\\_loan\\_origination.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf)).

Banco Central Europeu (2016), *Financial Stability Review*, maio.

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, n.º 38, dezembro.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, n.º 39, julho, p. 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, n.º 40, novembro.

Bengtsson, E. (2016), «Investment funds, shadow banking and systemic risk», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24, n.º 1, p. 60-73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. e Scheicher, M. (2016), «Indirect contagion: the policy problem», *Série de Documentos Ocasionais do CERS*, n.º 9, janeiro.

Cohn, C., Milliken, D. e Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, agosto (disponível em <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>).

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (2016), «Investment Company Liquidity Risk Management Programs», 17 CFR Partes 210, 270, 274, n.ºs 33-10233, IC-32315, ficheiro n.º S7-16-15 RIN 3235-AL61 (disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>).

Comissão Europeia (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments* (disponível em [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm)).

Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (2010), *Feedback Statement – CESR' Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, julho.

Comité Europeu do Risco Sistémico (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 1, julho.

Comité Europeu do Risco Sistémico (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 2, maio.

Conselho de Estabilidade Financeira (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, janeiro.

Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, abril.

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, discurso na conferência conjunta da Comissão Europeia e do BCE sobre a integração e estabilidade financeiras, Frankfurt am Main, Alemanha, abril.

Diretiva 2007/16/CE da Comissão, de 19 de março de 2007, que dá execução à Diretiva 85/611/CEE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) no que se refere à clarificação de determinadas definições (JO L 79 de 20.3.2007, p. 11).

Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) (JO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010 (JO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento e que altera a Diretiva 82/891/CEE do Conselho, e as Diretivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e os Regulamentos (UE) n.º 1093/2010 e (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 173 de 12.6.2014, p. 190).

Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (JO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

Diretiva 2010/43/UE da Comissão, de 1 de julho de 2010, que aplica a Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da atividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora (JO L 176 de 10.7.2010, p. 42).

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, julho (disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>).

Lehecka, G. e Ubl, E. (2015), «Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer», *OeNB Financial Stability Report*, n.º 30, dezembro.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, discurso na sessão de trabalho do CERS sobre o setor bancário paralelo (*ESRB Shadow Banking Workshop*), Frankfurt am Main, Alemanha, maio.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, julho (disponível em <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>).

Moshinsky, B. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, julho (disponível em <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>).

Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*, relatório final FR28/2015, dezembro.

Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, relatório da consulta CR05/2017, julho.

Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 18 de junho de 2014, relativa a orientações para a fixação das percentagens de reserva contracíclica (CERS/2014/1) (JO C 293 de 2.9.2014, p. 1).

Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 20 de dezembro de 2012, relativa aos fundos do mercado monetário (CERS/2012/1) (JO C 146 de 25.5.2013, p. 1).

Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 4 de abril de 2013, relativa a objetivos intermédios e instrumentos de política macroprudencial (CERS/2013/1) (JO C 170 de 15.6.2013, p. 1).

Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo aos fundos do mercado monetário (JO L 169 de 30.6.2017, p. 8).

Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 (JO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações (JO L 201 de 27.7.2012, p. 1).

Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários (CSDs) e que altera as Diretivas 98/26/CE e 2014/65/UE e o Regulamento (UE) n.º 236/2012 (JO L 257 de 28.8.2014, p. 1).

Regulamento (UE) n.º 1073/2013 do Banco Central Europeu, de 18 de outubro de 2013, relativo às estatísticas de ativos e passivos de fundos de investimento (BCE/2013/38) (JO L 297 de 7.11.2013, p. 73).

Regulamento (UE) 2015/760 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de abril de 2015, relativo aos fundos europeus de investimento a longo prazo (JO L 123 de 19.5.2015, p. 98).

Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012, que complementa a Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavanca, transparência e supervisão (JO L 83 de 22.3.2013, p. 1).

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. e Weistroffer, C. (2016), «Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds», Special Feature «A», *ECB Financial Stability Review*, novembro, p. 123-133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. e de Sousa van Stralen, R. (2017), *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, Documento de trabalho ocasional conjunto do BCE e do De Nederlandsche Bank.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, discurso na conferência «The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow», One World Trade Center, Nova Iorque, dezembro.

---

Apêndice

Quadro A1

Disponibilidade de instrumentos de gestão de liquidez nos Estados-Membros da UE (Fonte: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NÃO	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
Restrições	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO	SIM	SIM	
Fundos de separação de ativos ilícitos	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	
Quotização antidiluição	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	
Comissões de regate	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM						
Resgate em espécie	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	
Suspensão dos resgates	SIM																														
Mecanismo de oscilação de preços	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM
Empréstimos de curto prazo	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM
Reservas de liquidez obrigatórias	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO																			
Notas de acompanhamento	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM						
Outros instrumentos/medidas	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM