



COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

DOCUMENTO DE TRABALHO DOS SERVIÇOS DA COMISSÃO

RESUMO DA AVALIAÇÃO DE IMPACTO

que acompanha o documento

**Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho
sobre os Fundos do Mercado Monetário**

{COM(2013) 615 final}
{SWD(2013) 315 final}

1. INTRODUÇÃO

Na Europa, os fundos do mercado monetário (FMM) servem como uma importante fonte de financiamento a curto prazo para as instituições financeiras, as empresas e os governos. Cerca de 22 % dos títulos de dívida a curto prazo emitidos pelos governos ou pelo setor empresarial da Europa são detidos por FMM. Os FMM detêm 38 % da dívida a curto prazo emitida pelo setor bancário da UE¹. Do lado da procura, os FMM oferecem um instrumento de gestão de tesouraria a curto prazo que proporciona um grau elevado de liquidez, diversificação, estabilidade do valor e um rendimento baseado no mercado. Os FMM são utilizados principalmente por sociedades que procuram investir o seu excedente de tesouraria por um curto período, por exemplo até que uma despesa significativa, como os salários, seja processada. Representam por isso, mais do que qualquer outro tipo de fundos de investimento, uma ligação crucial entre a procura e a oferta no mercado monetário de curto prazo.

Com ativos sob gestão no valor de cerca de um bilião de euros, os FMM representam uma categoria de fundos distintos de todos os outros fundos mutualistas. A maioria dos FMM, 80 % em termos de ativos e 60 % em termos de número de fundos, opera de acordo com as regras da Diretiva Organismos de Investimento Coletivo em valores mobiliários (OICVM). A dimensão média de um FMM excede em muito a dimensão média de um OICVM. A título de exemplo, um único FMM pode atingir os 50 mil milhões de euros.

As implicações sistémicas dos FMM e a sua interligação com os emitentes e patrocinadores do setor bancário têm estado no centro dos trabalhos internacionais sobre o sistema bancário paralelo. O Conselho de Estabilidade Financeira (CEF) e outras instituições, como a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (OICV) e o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), analisaram os FMM e as respetivas implicações sistémicas. Os FMM e, em especial, aqueles que mantêm um preço estável por ação, foram especificamente identificados pelo facto de apresentarem características semelhantes aos depósitos bancários.

2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Os FMM são um instrumento útil para os investidores, uma vez que oferecem características análogas às dos depósitos bancários: acesso imediato à liquidez e estabilidade do valor. Os investidores consideram os FMM como uma alternativa segura e mais diversificada aos depósitos bancários. No entanto, os FMM não passam na realidade de fundos de investimento clássicos, com os riscos inerentes. Assim, quando os preços dos ativos em que os FMM estão investidos começam a baixar, principalmente em situações de tensão do mercado, um FMM nem sempre consegue cumprir as promessas de reembolso imediato e preservar o valor das unidades de participação ou ações emitidas pelo FMM em nome dos investidores. Alguns dos patrocinadores dos fundos poderão ser capazes de «aguentar» o valor das ações através do seu patrocínio, ao passo que outros poderão não ter capital para o fazer. A desvantagem é que os investidores, assim que se apercebem do risco de os FMM poderem não conseguir cumprir a promessa

¹ Em França, os FMM são detentores de 45 % dos certificados de depósito emitidos pelos bancos e de 35 % dos certificados emitidos por empresas não-financeiras.

de liquidez e de reembolsos estáveis, irão resgatar o seu investimento, o que poderá resultar naquilo a que se pode chamar uma «corrida» aos investimentos.

As «corridas» aos investimentos são caracterizadas por pedidos de reembolso massivos e súbitos por um grande grupo de investidores que pretendem evitar os prejuízos e resgatá-los ao preço mais elevado possível. As «corridas» aos investimentos são sistemicamente relevantes, uma vez que forçam os FMM a vender os seus ativos rapidamente, de forma a poderem satisfazer os pedidos de reembolso pendentes. A espiral de resgates acelera, por sua vez, o declínio do valor líquido dos ativos (VLA) dos fundos, exacerbando as perdas de VLA e o medo de instabilidade no que respeita ao mercado monetário no seu todo.

Os problemas associados às «corridas» aos investimentos assumem natureza sistémica devido: 1) às ligações próximas dos FMM com a economia real; e 2) à sua ligação com os patrocinadores. Além disso, as «corridas» aos FMM têm também um aspeto ligado à proteção dos investidores, uma vez que aqueles que efetuam o resgate mais tarde estão por definição em desvantagem face aos investidores que efetuam o resgate mais cedo.

O mercado dos FMM está concentrado num pequeno número de Estados-Membros, sendo que a FR, a IRL e o LU representam mais de 95 % do mercado em termos de ativos geridos. O mercado está, ainda assim, altamente interligado com outros países devido a uma elevada proporção de investimentos e investidores transfronteiras, assim como às ligações de contágio transfronteiras entre o FMM e os respetivos patrocinadores sediados noutros países.

Contágio da economia real

Durante a crise, a liquidez dos FMM não foi suficiente para dar resposta a todos os pedidos de reembolso, o que levou alguns fundos a suspenderem os reembolsos ou a aplicar outras restrições. A indisponibilidade de FMM para os investidores pode ter repercussões sobre os emitentes que dependem desses fundos para o seu financiamento a curto prazo. Dado que os FMM desempenham um papel central no financiamento a curto prazo de entidades como bancos, empresas ou governos, as «corridas» aos investimentos colocados em FMM podem ter consequências a nível macroeconómico. Enquanto os bancos representam a maior parte (85 %) do total de um bilião de EUR emitidos pelos FMM, os governos representam uma parte de cerca de 10 % e as empresas de cerca de 5 %. Os governos e as empresas de muito grande dimensão utilizam o mercado monetário como forma de obter financiamento a curto prazo, a par das linhas de crédito bancário. Qualquer contágio do mercado de financiamento a curto prazo pode também representar dificuldades diretas e graves para o financiamento da «economia real».

Contágio dos patrocinadores

Os FMM e, em especial, aqueles que prometem o reembolso a um preço estável por ação, sempre dependeram das entradas de capital discricionárias provenientes dos patrocinadores para manter o seu VLA nas alturas em que o valor dos ativos diminuía. Os patrocinadores dos FMM podem tomar a decisão de prestar apoio para compensar o declínio do VLA dos fundos que patrocinam. Muitas vezes, são forçados a apoiar os FMM por temerem que a diminuição do seu VLA possa desencadear, devido ao risco de reputação, um pânico que afete as suas outras atividades. Para os patrocinadores do setor bancário o risco é ainda mais agudo, uma vez que esse pânico poderá afetar também a sua base de clientes de retalho e levar ao colapso do próprio banco.

Durante a crise, registaram-se vários casos de apoio pelos patrocinadores.

Em grande medida, esses patrocinadores não estavam preparados para essa eventualidade, na medida em que as garantias «implícitas» não são contabilizadas como acontece com as garantias explícitas. Não tinham sido constituídas reservas para cobrir a necessidade de apoio pelos patrocinadores. Assim, e consoante a dimensão do fundo e a pressão de resgate, o apoio dos patrocinadores pode alcançar proporções que excedam as suas reservas imediatamente disponíveis. As grandes instituições que disponibilizam FMM gerem ativos superiores a 250 mil milhões de € a nível mundial, quando em certos casos as reservas de tesouraria imediatamente disponíveis nos respetivos balanços não ultrapassam algumas centenas de milhões de €.

Tratamento desigual dos investidores

Quando ocorre uma «corrida» aos investimentos, o preço dos fundos diminui porque o fundo se vê obrigado a liquidar os seus ativos, com maiores custos de liquidez. Esse processo traz vantagem aos investidores que liquidam os seus investimentos mais cedo, já que aqueles que o fazem mais tarde (muitas vezes pequenos investidores) devem suportar os custos associados ao reembolso antecipado. Assim, há uma transferência de dinheiro dos mais atrasados para os mais adiantados. Os custos do reembolso podem representar uma desvantagem substancial para os mais atrasados, já que a diferença de valor antes e depois do reembolso pode ser substancial.

Consequências

Uma vez que os mercados monetários e os seus patrocinadores apresentam relevância sistémica, os governos vêem-se por vezes obrigados a intervir quando os mercados monetários entram em crise. As autoridades dos EUA elaboraram um plano para garantir todo o dinheiro investido em FMM. As autoridades públicas da Europa viram-se também obrigadas a intervir para sustentar o contágio: a Alemanha adotou uma lei para estabilizar o mercado e o Luxemburgo anunciou que iria tomar todas as medidas necessárias para estabilizar os FMM nacionais. As reações diferenciadas por parte das entidades europeias não foram favoráveis ao aumento da estabilidade do mercado europeu no seu todo, uma vez que resultaram na transferência do dinheiro dos investidores para os fundos que beneficiavam dessas garantias.

As consequências associadas à liquidação dos FMM podem ser extremamente sérias para os investidores, uma vez que a possibilidade de reembolso poderá ficar suspensa durante um período que poderá ser longo e que o montante exato que irão conseguir recuperar também será incerto durante um período idêntico. No caso das empresas que tiverem colocado o seu dinheiro num FMM, uma suspensão pode comprometer respetivos planos de despesa, incluindo o pagamento de salários.

3. ANÁLISE DA SUBSIDIARIEDADE

As medidas de regulamentação nacionais estão inerentemente limitadas ao Estado-Membro em questão. A regulamentação do perfil de produtos e de liquidez de um FMM apenas a nível nacional implica um risco de que diferentes produtos sejam vendidos como FMM. Esta situação criaria confusão entre os investidores e impediria o surgimento de condições de igualdade a nível da União para as entidades que oferecem FMM a investidores profissionais ou pequenos investidores. Da mesma forma, a

aplicação de diferentes abordagens nacionais quanto às características essenciais de um FMM aumentaria o risco de contágio transfronteiras, especialmente quando os emitentes e o FMM estão localizados em Estados-Membros diferentes.

Além disso, como muitos operadores que oferecem FMM na Europa estão domiciliados em Estados-Membros diferentes daqueles onde os fundos são comercializados, a criação de um quadro sólido é essencial para evitar o contágio transfronteiras entre um FMM e o seu patrocinador. Esta situação é especialmente significativa quando o patrocinador está localizado num Estado-Membro que poderá não ter recursos orçamentais suficientes para acorrer ao patrocinador em incumprimento. Tendo em conta que os FMM estão predominantemente estabelecidos em duas jurisdições da UE (IRL e LUX), nas quais não se encontram sediados nenhum dos bancos patrocinadores, a dimensão transfronteiras do apoio dos patrocinadores assume um caráter agudo.

Assim, é necessário atuar a nível europeu.

4. OBJECTIVOS

Os objetivos gerais são:

- 1) Assegurar uma maior estabilidade financeira no mercado interno;
- 2) Aumentar a proteção dos investidores em FMM.

O cumprimento desses objetivos gerais exige a realização dos seguintes objetivos políticos mais concretos:

- 1) Evitar o risco de contágio à economia real;
- 2) Evitar o risco de contágio dos patrocinadores;
- 3) Eeduzir as desvantagens para os investidores que efetuam o resgate mais tarde, principalmente no que diz respeito a resgates em condições de tensão do mercado.

Os objetivos específicos acima referidos exige a que sejam cumpridos os seguintes objetivos operacionais:

- 1) Assegurar que a liquidez dos fundos seja adequada para dar resposta aos pedidos de reembolso por parte dos investidores;
- 2) Transformar a estrutura dos FMM de modo a que a promessa de estabilidade possa resistir a condições de mercado adversas.

5. OPÇÕES DE AÇÃO POLÍTICA

Para o cumprimento do primeiro objetivo operacional (assegurar níveis de liquidez suficiente dos FMM) os serviços da Comissão analisaram diferentes possibilidades de ação quanto aos seguintes aspetos: três mecanismos diferentes de taxas ou restrições a aplicar aos reembolsos, uma opção sobre os «amortecedores» de liquidez e a diversificação e várias opções quanto à «caracterização dos investidores» pelos FMM.

Para o cumprimento do segundo objetivo operacional (dotar os FMM de meios que lhes permitam resistir a condições de mercado adversas) os serviços da Comissão diferentes possibilidades de ação quanto aos seguintes aspetos: uma opção no que respeita à transparência, duas opções que exigem a aplicação de um VLA variável, duas opções que obrigam à constituição de «amortecedores» do VLA, uma opção no que respeita ao estatuto dos bancos, uma opção que combina o VLA variável com «amortecedores» do VLA e uma opção em matéria de notações.

6. AVALIAÇÃO DOS IMPACTOS DAS OPÇÕES SELECIONADAS

Objetivo operacional 1: foram selecionadas as opções que se destinam a aumentar a liquidez e o «conhecimento do cliente»

Para assegurar que a liquidez dos fundos seja adequada para dar resposta aos pedidos de reembolso por parte dos investidores, as opções que se destinam a aumentar a liquidez das carteiras e ao estabelecimento de políticas de «conhecimento do cliente» foram as mais favorecidas. As três opções que se baseavam na imposição de taxas ou restrições aos reembolsos resultariam, pela sua parte, numa diminuição radical do atrativo dos FMM para os investidores. A consulta mostrou que resultariam numa contração dos ativos sob gestão dos FMM, privando a economia real de um importante instrumento de financiamento a curto prazo. Por outro lado, as opções que limitam as possibilidades de reembolso levantam questões do devido ao seu eventual efeito contra-cíclico, que em vez de reduzir o risco sistémico ainda o aumentaria.

Aumentar a liquidez das carteiras e assegurar ao mesmo tempo que sejam suficientemente diversificadas e que não sejam investidas em ativos de fraca qualidade será o melhor contributo para o objetivo que consiste em aumentar a capacidade de resposta dos FMM aos pedidos de reembolso. Por um lado, os investidores beneficiarão de um melhor acesso à liquidez e de menores riscos e, por outro, os fundos estarão melhor preparados para dar resposta a pedidos de reembolso volumosos. Os custos destas opções afiguram-se relativamente modestos, uma vez que grande parte dos FMM já aplicam regras internas nesse sentido. As consequências para o mercado de dívida a curto prazo também deverão ser geríveis, dado que só uma muito pequena proporção dos ativos estão investidos na parte mais afastada da curva de rendimento a curto prazo. A política de antecipação de pedidos de reembolso muito volumosos não evitará, por si só, «corridas» aos investimentos em grande escala, mas será um instrumento de grande utilidade para gerir as entradas e saídas de caixa e terá um custo limitado.

Objetivo operacional 2: foram selecionadas as opções que se destinam a aumentar a transparência, assegurar avaliações fiáveis e limitar o recurso às notações

Em geral, todas as opções contribuiriam, em diferentes graus, para a estabilidade financeira, mas nenhuma permitiria obter os resultados pretendidos sem ter impactos negativos. As opções selecionadas são aquelas que atingem um melhor equilíbrio entre a estabilidade financeira e os custos.

A reforma das metodologias de avaliação servirá para repor a verdade indiscutível de que os FMM são fundos mútuos normais, sujeitos a oscilações de preço. A utilização do custo amortizado e de métodos de arredondamento permite que os fundos possam manter um preço estável. A exigência de uma avaliação pelo valor de mercado indicará claramente aos investidores que serão eles e não os patrocinadores do fundo que deverão

suportar o risco dos seus investimentos. Isso reduzirá ou acabará mesmo por eliminar os incentivos ao apoio pelos patrocinadores. As possibilidades de contágio dos patrocinadores, o sistema bancário, ficarão assim reduzidas. A variação do VLA é, portanto, a opção que permitirá obter melhores resultados na estabilização do setor dos FMM e, portanto, limitar o contágio do setor bancário. Não se pode contudo excluir que certos investidores possam não desejar investir em FMM cujo VLA seja variável, o que poderá em última análise resultar numa contração do setor. Os impactos sobre os gestores destes fundos afiguram-se mais limitados.

Na medida em que subsistem algumas dúvidas quanto à receptividade que os FMM de VLA variável terão junto dos investidores, os responsáveis pelos FMM terão a possibilidade de manter um fundo de VLA estável. No entanto, qualquer FMM com um VLA estável terá de beneficiar de um «amortecedor» do VLA apropriado, que deverá ser financiado pelo respetivo gestor. De acordo com a opção que combina o VLA variável com um «amortecedor» do VLA, os gestores de FMM com um VLA estável terão de financiar um «amortecedor» correspondente pelo menos a 3 % do valor total dos ativos sob gestão desse FMM. Tendo em conta os casos observados de apoio dos patrocinadores durante a crise (123 casos em FMM dos EUA), só em três ocasiões esse apoio foi superior a 3 %. Quando o *Reserve Primary Fund* entrou em incumprimento em 2008, perdeu 3 % devido a uma exposição de 1,5 % aos ativos do Lehman. O «amortecedor» não proporcionará uma garantia total aos detentores dos FMM VLAC, mas o seu nível permite assegurar um equilíbrio entre a necessidade de dispor de um modelo VLAC sólido e seguro e as capacidades de financiamento dos gestores.

Embora a opção do VLA variável tenha o mérito de resolver o problema dos riscos sistémicos de forma eficaz e simples, a opção que combina os dois sistemas reconhece que poderia haver consequências para o financiamento global da economia europeia se todos os FMM fossem obrigados a oferecer VLA variáveis.

Embora a situação de um VLA estável com «amortecedores» apropriados seja ela própria uma segunda escolha face ao VLA variável, a combinação acima referida de ambas as opções, em condições muito estritas, pode ser recomendada por forma a assegurar que a exigência generalizada de VLA variável não resulte em perturbações indevidas para o financiamento a curto prazo da economia europeia no seu todo.

Para serem transparentes quanto ao método que escolheram, os gestores deverão aumentar a sua transparência face aos investidores. A questão das «corridas» em massa aos investimentos no seguimento da passagem para um grau de notação inferior (*downgrade*) só poderá ser resolvida limitando a utilização dessas mesmas notações, pelo menos ao nível dos fundos.

Impacto para os países terceiros

Os trabalhos em volta da banca paralela decorrem a nível internacional. As recomendações da OICV sobre os FMM, tal como a respetiva aprovação pelo CEF, estão ainda dependentes da aplicação em cada uma das jurisdições do G20. Será particularmente importante assegurar que as reformas previstas no que respeita à liquidez e estabilidade dos FMM sejam uniformemente aplicadas, de modo a evitar a arbitragem regulamentar e o contágio entre as diferentes jurisdições. Assim, as opções selecionadas na presente avaliação de impacto refletem as recomendações dessas duas instituições.

Os EUA, que representam o maior mercado de FMM do mundo, exigem particular atenção. Os mercados de FMM dos EUA e da Europa estão interligados. Os FMM baseados nos EUA são importantes investidores em instrumentos do mercado monetário emitidos na Europa. Em sentido oposto, os FMM da UE são importantes investidores em instrumentos do mercado monetário emitidos nos EUA. Logo, os FMM de ambos os lados do Atlântico representam uma importante fonte de financiamento não apenas para os emitentes empresariais e bancos do seu próprio continente como também para os do outro continente. As autoridades dos EUA estão também a desenvolver uma reforma dos FMM. Foi estabelecido um diálogo estreito com os EUA, de modo a alinhar as próximas fases da regulamentação.

7. SEGUIMENTO E AVALIAÇÃO

A avaliação *ex post* de todas as medidas legislativas representa uma prioridade para a Comissão. O futuro regulamento será também objeto de uma avaliação completa, nomeadamente para verificar quão eficaz e efetivo terá sido em termos da realização dos objetivos apresentados no presente relatório e para decidir sobre eventuais novas medidas ou alterações a introduzir no sistema.

Em termos dos indicadores e fontes de informação que poderão vir a ser utilizados nessa avaliação, utilizar-se-ão dados de diferentes fontes. Esses dados serão utilizados para o seguimento dos níveis de liquidez, dos tipos de ativos, dos emitentes desses ativos e dos investidores em FMM. Com base nesses indicadores, será possível chegar a conclusões quanto aos impactos da reforma na estabilidade financeira.