COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 10.6.2020
COM(2020) 232 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

que avalia a aplicação e o âmbito da Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO 3

1.1 Contexto 3

1.2 Base jurídica 3

1.3 Metodologia e processo de consulta 4

2. AVALIAÇÃO DA APLICAÇÃO E DO ÂMBITO DA AIFMD 5

2.1 Impacto nos FIA e GFIA 5

2.2 Impacto nos investidores 7

2.3 Impacto no controlo e na avaliação do risco sistémico 8

2.4 Impacto das regras sobre o investimento em empresas de capital fechado e em países em desenvolvimento ou em benefício desses países 10

ABREVIATURAS

FIA	Fundo de investimento alternativo
GFIA	Gestor de fundos de investimento alternativos
AIFMD	Diretiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos
AuM	Ativos sob gestão (*assets under management*)
CLO	Obrigação de empréstimo com garantia (*collateralised loan obligation*)
UMC	União dos Mercados de Capitais
CRD	Diretiva Requisitos de Fundos Próprios
CSD	Depositário central de valores mobiliários (*central securities depositary*)
DG FISMA	Direção-Geral da Estabilidade Financeira, dos Serviços Financeiros e da União dos Mercados de Capitais
BCE	Banco Central Europeu
EGESC	Grupo de peritos do Comité Europeu dos Valores Mobiliários
FEILP	Fundo europeu de investimento a longo prazo
ESMA	Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
CERS	Comité Europeu do Risco Sistémico
UE	União Europeia
EuVECA	Fundo europeu de capital de risco
CEF	Conselho de Estabilidade Financeira
IMSC	Comité permanente da ESMA para a gestão de investimentos
OICV	Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários
VLA	Valor líquido dos ativos
ANC	Autoridade nacional competente
RNIP	Regime nacional de investimento privado
MiFID	Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros
OICVM	Organismo de investimento coletivo em valores mobiliários

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contexto

A Diretiva Gestores de Fundos de Investimento Alternativos[1] (AIFMD) foi adotada na sequência da crise financeira mundial, que tornou patentes certas fragilidades dos mercados financeiros globais e dos seus regimes regulamentares[2]. Como resultado, os dirigentes do G20 chegaram a acordo sobre a necessidade de reforçar a regulamentação no setor financeiro, a fim de minimizar o risco e a amplitude das eventuais futuras crises[3], nomeadamente a necessidade de intensificar a supervisão e melhorar a transparência para os investidores no setor da gestão de investimentos alternativos. A fim de apoiar os objetivos do G20, a Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (OICV) publicou um conjunto de princípios de alto nível para a regulamentação dos fundos de retorno absoluto (*hedge funds*), com vista a orientar a elaboração de normas internacionais neste domínio[4].

Na sequência da aprovação destes compromissos internacionais pelo Conselho Europeu[5], e tendo em conta o relatório do Parlamento Europeu[6], a Comissão Europeia (a seguir designada «a Comissão») apresentou uma proposta relativa a um enquadramento aplicável aos gestores de fundos de investimento alternativos (GFIA)[7]. A AIFMD foi adotada em 8 de junho de 2011. Após a sua transposição para os sistemas jurídicos nacionais, a AIFMD entrou em vigor em 22 de julho de 2013[8].

A AIFMD procura assegurar uma abordagem coerente para a supervisão dos riscos no sistema financeiro, garantir um nível elevado de proteção dos investidores e promover a integração do mercado dos FIA na UE[9]. Os GFIA devem tomar medidas para gerir os riscos e garantir a devida transparência no âmbito das atividades dos seus fundos de investimento alternativos (FIA), podendo gerir e comercializar FIA junto de investidores profissionais em toda a União[10].

1.2 Base jurídica

O presente relatório foi elaborado em conformidade com o artigo 69.º da AIFMD. A Comissão deve proceder a uma reapreciação da aplicação e do âmbito da AIFMD,

[1] 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. (AIFMD)

[2] Proposta de diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, COM(2009) 207 final de 30.4.2009.

[3] Declaração da Cimeira sobre os mercados financeiros e a economia mundial, Washington, 15 de novembro de 2008.

[4] Considerando 89 da AIFMD; Relatório final da OICV sobre a supervisão de fundos de retorno absoluto, junho de 2009.

[5] Conclusões do Conselho Europeu, de 16 de setembro de 2010.

[6] Relatório do Parlamento Europeu que contém recomendações dirigidas à Comissão relativamente aos fundos de retorno absoluto (*hedge funds*) e aos capitais privados, (A6-0338/2008) [Relatório Rasmussen] e Relatório do Parlamento Europeu que contém recomendações à Comissão sobre a transparência dos investidores institucionais (A6-0296/2008) [Relatório Lehne]; Relatório do Grupo de Alto Nível sobre a Supervisão Financeira na União Europeia, 25 de fevereiro de 2009, p. 25.

[7] Ver nota 2.

[8] O último Estado-Membro a transpor a AIFMD terminou o processo no final de 2015.

[9] Considerandos 2 a 4 e 94 da AIFMD.

[10] Artigo 32.º, n.º 1, da AIFMD.

consagrando especial atenção à experiência adquirida com a sua aplicação. É necessário avaliar o impacto da Diretiva sobre os investidores, os FIA e os GFIA, tanto na União como em países terceiros, para determinar em que medida foram alcançados os objetivos da AIFMD.

O presente relatório dá cumprimento ao mandato conferido à Comissão no sentido de apresentar ao Parlamento Europeu e ao Conselho uma avaliação do funcionamento da AIFMD. Além disso, o relatório reaprecia os métodos de cálculo da alavancagem, conforme exigido no artigo 6.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão (AIFMR), que complementa a AIFMD[11]. O documento de trabalho dos serviços da Comissão (SWD (2020) 110: documento de trabalho dos serviços da Comissão que avalia a aplicação e o âmbito da Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos), fornece mais informações sobre as conclusões. Foi igualmente publicado um relatório independente da KPMG[12].

1.3 Metodologia e processo de consulta

A Comissão encomendou a um contratante externo - a KPMG[13] - um inquérito geral e um estudo assente em dados concretos para avaliar o impacto da AIFMD[14].

O estudo empírico abrangeu 15 Estados-Membros da UE[15], analisando se as regras específicas da AIFMD são eficazes, eficientes, coerentes e pertinentes, e se apoiam as medidas adotadas a nível da UE com vista à consecução dos objetivos gerais, específicos e operacionais da Diretiva[16].

No presente relatório, as conclusões da KPMG são complementadas por outras fontes de informação, nomeadamente atualizações de dados pertinentes e informações obtidas a partir de diversos trabalhos da Comissão[17], da ESMA[18] e do Comité Europeu do Risco Sistémico

[11] 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.

[12] *Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) – Directive 2011/61/EU*, disponível em: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (Relatório da KPMG).

[13] A KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH enquanto sociedade principal e as subcontratantes KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Alemanha, e KPMG LLP, Reino Unido, apoiadas pela rede europeia da KPMG.

[14] O inquérito geral assumiu a forma de um questionário em linha, e decorreu entre 6 de fevereiro e 29 de março de 2018. Ao realizar o inquérito, a KPMG seguiu uma lista de aspetos previstos no artigo 69.º, n.º 1, da AIFMD, sobre os quais as partes interessadas foram convidadas a partilhar as suas experiências.

[15] Áustria, Bélgica, Chipre, República Checa, Dinamarca, França, Alemanha, Hungria, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Espanha e Reino Unido. Este conjunto constitui uma boa amostra dos Estados-Membros em termos geográficos e das diversas dimensões dos respetivos mercados para os FIA, GFIA ou investidores.

[16] Ver nota 12.

[17] Respostas ao convite à apresentação de informações da Comissão sobre o quadro regulamentar da UE em matéria de serviços financeiros e respostas à consulta da Comissão sobre a distribuição transfronteiras dos fundos (OICVM, FIA, FEILP, EuVECA e EuSEF) em toda a UE.

[18] Parecer da ESMA para o Parlamento Europeu, o Conselho e a Comissão e respostas ao convite à apresentação de informações sobre o funcionamento do passaporte GFIA da UE e dos regimes nacionais de investimento privado e sobre o funcionamento do passaporte GFIA, 30 de julho de 2015, ESMA/2015/1235; Estudo temático da ESMA entre as autoridades nacionais competentes sobre os quadros de notificação e as responsabilidades dos

(CERS)[19]. As interações da Comissão com as partes interessadas, designadamente as autoridades nacionais competentes (ANC), os representantes do setor e as associações de proteção dos investidores, por meio de consultas públicas e reuniões bilaterais ou multilaterais, foram também tidas em consideração. A elaboração do presente relatório apoiou-se também em publicações académicas e estatísticas. A título de exemplo, os relatórios estatísticos anuais da ESMA sobre os FIA da UE foram de especial utilidade para a descrição do mercado dos FIA na UE[20]. Foram também tidos em conta exemplos individuais de ineficiência de determinadas regras da União.

Em 27 de setembro de 2019, a Comissão consultou o grupo de peritos do Comité Europeu dos Valores Mobiliários (EGESC), em representação dos Estados-Membros, para receber contribuições no domínio técnico e estratégico sobre determinadas questões relevantes, relacionadas com a aplicação e o âmbito da AIFMD. Os membros do EGESC foram convidados a apresentar contribuições por escrito e o relatório tem em conta as suas posições.

Em 22 de outubro de 2019, a Comissão apresentou os elementos fundamentais do presente relatório ao comité permanente da ESMA para a gestão de investimentos (IMSC) e solicitou a sua contribuição com base na experiência de supervisão das ANC.

2. AVALIAÇÃO DA APLICAÇÃO E DO ÂMBITO DA AIFMD

A AIFMD constitui um importante pilar da União dos Mercados de Capitais (UMC), que permite melhorar o controlo dos riscos para o sistema financeiro e a angariação transfronteiras de capitais para investimentos em ativos alternativos. A AIFMD desempenhou um importante papel na criação de um mercado interno para os FIA e no reforço do quadro regulamentar e de supervisão dos GFIA na União. Os GFIA prosseguem atualmente a sua atividade com maior transparência em relação aos investidores e supervisores.

2.1 Impacto nos FIA e GFIA

O mercado dos FIA na UE tem seguido uma trajetória de crescimento contínuo, se medido pelos ativos líquidos dos FIA e pelos ativos sob gestão (AuM), com uma considerável atividade transfronteiras dos GFIA. Desde a adoção da AIFMD em 2011, o valor dos ativos totais líquidos dos FIA mais do que duplicou, passando de 2,3 biliões de EUR para 5,9 biliões de EUR[21]. A comercialização transfronteiras de FIA quase duplicou entre junho de 2017 e

---

Estados-Membros de origem e de acolhimento no âmbito dos OICVM e da AIFMD, 7 de abril de 2017, ESMA34-43-340; Parecer da ESMA sobre segregação de ativos e serviços de custódia, 20 de julho de 2017, ESMA 34-45-27; Relatório estatístico anual da ESMA de 2019 sobre os fundos de investimento alternativo da UE (21.1.2019), ESMA 50-165-748. (Relatório Estatístico da ESMA de 2019) e relatório estatístico anual da ESMA de 2020 sobre os fundos de investimento alternativo da UE, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (Relatório Estatístico da ESMA de 2020).

[19] Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico, 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. Carta do CERS, de 3 de fevereiro de 2020, dirigida à DG FISMA, sobre as suas observações relativas à AIFMD.

[20] Relatório estatístico anual da ESMA de 2019 sobre os fundos de investimento alternativos da UE, 21.1.2019, ESMA 50-165-748 (relatório estatístico da ESMA de 2019) e relatório estatístico anual da ESMA de 2020 sobre os fundos de investimento alternativos da UE, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (relatório estatístico da ESMA de 2020).

[21] *Fact Book 2019* da EFAMA, p. 27.

outubro de 2019, passando de 3 % para 5,8 % dos FIA[22]. A este respeito, o passaporte GFIA é comprovadamente um fator importante. A maioria dos GFIA, das autoridades públicas e dos investidores institucionais que responderam ao inquérito geral referiam que o acesso aos mercados nacionais tinha melhorado graças à DGFIA, embora 34 % referissem igualmente um alongamento do prazo de comercialização[23].

O presente relatório conclui que a eficácia do passaporte GFIA da UE é prejudicada por uma sobrerregulamentação a nível nacional, por divergências entre as regras nacionais de comercialização[24], por uma divergência de interpretações da AIFMD pelos supervisores nacionais[25] e pelo seu âmbito limitado. Os GFIA de menores dimensões, que não conseguem cumprir todos os requisitos da AIFMD, devem renunciar à angariação de capitais noutros Estados-Membros ou superar obstáculos importantes para aceder ao mercado. Além disso, o passaporte GFIA apenas permite a comercialização junto de investidores profissionais, restringindo, igualmente, as atividades transfronteiras dos GFIA, uma vez que só podem dirigir-se aos investidores semiprofissionais e não profissionais ao abrigo de regulamentações nacionais divergentes (e frequentemente restritivas). A comercialização de FIA está sujeita às regras da MiFID II[26], que distinguem os investidores profissionais dos não profissionais, pelo que qualquer alteração das definições dos tipos de investidores na AIFMD terá de tomar em consideração a interação entre a AIFMD e as disposições pertinentes da MiFID II.

Os FIA são oferecidos aos investidores não profissionais pelos bancos e pelas empresas de seguros. Estes intermediários financeiros promovem de forma ativa essencialmente os seus próprios fundos, em vez de proporem igualmente FIA de terceiros[27]. No entanto, a situação tem vindo a alterar-se com o aumento da quota de mercado das plataformas em linha. Os trabalhos da Comissão no domínio da UMC centram-se na melhoria da comercialização de produtos de investimento na União e na revisão dos requisitos de divulgação. Os resultados destes trabalhos afetarão igualmente os FIA e GFIA estabelecidos em países terceiros, que atualmente apenas podem ter acesso aos investidores nos Estados-Membros em conformidade com a legislação nacional estabelecida nos regimes nacionais de investimento privado (RNIP).

As partes interessadas reconhecem o papel dos RNIP como fator importante de desenvolvimento do mercado, na ausência da ativação do passaporte GFIA para entidades de países terceiros. Em consequência, os investidores dos Estados-Membros onde vigoram estes regimes têm conseguido aceder aos mercados mundiais de serviços financeiros e diversificar a afetação dos seus investimentos. No entanto, os RNIP diferem entre os Estados-Membros e, o que é mais importante ainda, apenas exigem aos GFIA a implementação de uma parte muito limitada dos requisitos da AIFMD, O que cria uma disparidade de condições concorrenciais entre GFIA da UE e GFIA de fora da UE. Alguns Estados-Membros vedaram totalmente o

[22] Morningstar, junho de 2017 e Morningstar, outubro de 2019.
[23] Ver nota 12, p. 101.
[24] Ver nota 12, pp. 74 e 114.
[25] Documento de trabalho dos serviços da Comissão - Avaliação de impacto da distribuição transfronteiras de fundos de investimento coletivo, SWD (2018) 54 final de 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] 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 (reformulação) (JO L 173 de 12.6.2014, pp. 349-496).
[27] Estudo intitulado *Distribution systems of retail investment products across the European Union*, abril de 2018, p. 17, disponível em: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

acesso ao mercado às entidades de países terceiros. Alguns Estados-Membros sugerem uma maior harmonização dos RNIP, ao passo que outros consideram que a ativação do passaporte GFIA para entidades de países terceiros, seguida da supressão progressiva dos RNIP, seria uma melhor solução para este problema.

A Comissão não procedeu à avaliação do funcionamento do passaporte da AIFMD para países terceiros, dado que este ainda não foi ativado e não existe qualquer informação do mercado em que a Comissão se possa basear.

2.2 Impacto nos investidores

Com base na avaliação pormenorizada contida no documento de trabalho dos serviços da Comissão, o regime de depositário, as regras em matéria de conflitos de interesses e os requisitos em matéria de divulgação e de transparência servem para proteger os interesses dos investidores, o que consolida a confiança dos investidores nos mercados financeiros. Os dados do mercado mostram que houve um aumento das vendas de FIA, com uma maior participação de investidores não profissionais em vários Estados-Membros[28]. As atividades transfronteiras têm ainda potencial para crescer, graças às regras adotadas recentemente no contexto da UMC[29].

Um regime específico de regulamentação das funções e responsabilidade dos depositários revelou-se uma medida eficaz para reforçar a proteção dos investidores[30]. Está a funcionar bem, apesar de serem necessárias certas clarificações específicas para dar resposta a situações em que os GFIA recorrem a uma gestão tripartida das garantias ou em que os depositários centrais de valores mobiliários (CSD) exercem a função de entidade de custódia.

De realçar que a não existência de um passaporte de depositário é considerada contrária ao espírito do mercado único. Devido à limitada escolha de prestadores de serviços deste tipo nos mercados de menores dimensões, receia-se também uma concentração de riscos, uma vez que pode acontecer que um depositário único detenha os ativos de todos os FIA estabelecidos num Estado-Membro.

No que respeita às regras de avaliação, necessárias para determinar a parte de cada investidor num dado FIA e para controlar o desempenho do FIA, a AIFMD proporcionou alguma disciplina e estrutura ao processo de avaliação dos ativos desses fundos[31]. Porém, podem surgir problemas em virtude da natureza binária das regras de avaliação, que as partes interessadas interpretam como excluindo a utilização combinada de avaliadores internos e externos, assim como em virtude da incerteza quanto à responsabilidade dos avaliadores externos, que é determinada pelas legislações nacionais. No entanto, não existem elementos suficientes que indiquem quais as disposições da DGFIA em matéria de divulgação que devem ser alteradas.

[28] Ver nota 12, p. 257.
[29] Diretiva (UE) 2019/1160 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de junho de 2019, que altera as Diretivas 2009/65/CE e 2011/61/UE no que diz respeito à distribuição transfronteiras de organismos de investimento coletivo, JO L 188 de 12.7.2019, p. 106, e Regulamento (UE) 2019/1156 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de junho de 2019, que visa facilitar a distribuição transfronteiriça de organismos de investimento coletivo e que altera os Regulamentos (UE) n.º 345/2013, (UE) n.º 346/2013 e (UE) n.º 1286/2014, JO L 188 de 12.7.2019, p. 55.
[30] Ver nota 12, p. 94.
[31] Ver nota 12, pp. 183-184.

Apesar de acarretarem certos custos para o setor, as regras da AIFMD em matéria de divulgação têm alcançado amplamente o objetivo de permitir aos investidores tomar decisões de investimento informadas[32]. A exigência da divulgação de conflitos de interesses é particularmente apreciada pelos investidores em ativos alternativos, dado que constitui uma dos seus maiores motivos de preocupação[33]. A análise indica que a AIFMD aumentou a transparência em relação aos produtos e serviços oferecidos[34]. No entanto, não identifica quais os elementos dos requisitos de divulgação que poderiam ser supérfluos, dado que alguns investidores profissionais solicitam outras informações para além das previstas pela AIFMD.

2.3 Impacto no controlo e na avaliação do risco sistémico

Para controlar e atenuar os riscos macroeconómicos decorrentes das atividades dos GFIA, é necessário identificar as entidades pertinentes para assegurar que cumprem os requisitos de base que lhes permitem gerir de modo profissional e responsável os seus investimentos coletivos no interesse dos investidores. Não surgiu qualquer elemento que indique que os limiares previstos na AIFMD para os ativos sob gestão (AuM), acima dos quais se considera que as atividades dos GFIA podem constituir um risco sistémico significativo, devam ser ajustados.

As partes interessadas consideravam úteis os instrumentos de que as ANC dispõem ao abrigo da AIFMD para assegurar a estabilidade financeira, nomeadamente a possibilidade de impor a um GFIA limites em termos de alavancagem[35], ou de suspender os resgastes no interesse público. O CERS aconselha a prossecução do reforço e da harmonização destas medidas[36] Inclui-se uma recomendação no sentido de se clarificar as funções das ANC e a sua cooperação nos casos em que a suspensão dos resgastes tenha implicações transfronteiras[37]. Ao decidir se é necessária uma intervenção nos mercados financeiros, as ANC deverão estar em condições de avaliar a evolução no setor dos FIA e controlar as ameaças para a estabilidade financeira, tendo em conta os mercados em que os FIA negociam. É este o motivo subjacente aos requisitos de prestação de informações de supervisão previstos na AIFMD[38].

Confirma-se que estes requisitos de prestação de informações de supervisão são necessários para os supervisores controlarem os riscos para o sistema financeiro em todos os setores e para além das fronteiras. No entanto, uma análise atenta aponta para a necessidade de ponderar a sua simplificação, tendo presente os custos irrecuperáveis incorridos pelos GFIA que as cumprem atualmente. Existem também sobreposições com outros atos legislativos da União, nomeadamente a prestação de informações ao BCE para fins estatísticos, que podem justificar um ajustamento do atual modelo de prestação de informações previsto no AIFMR.

[32] Ver nota 12, p. 77.
[33] *Alts Transparency: Finding the Right Balance* [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Ver nota 12, p. 210.
[35] Artigo 25.º da AIFMD.
[36] Ver nota 19.
[37] Conforme previsto no artigo 46.º da AIFMD.
[38] Anexo IV do AIFMR.

Observa-se uma tendência de expansão dos empréstimos não bancários, que suscita receios para a estabilidade financeira[39]. Não estão atualmente disponíveis algumas informações mais pormenorizadas sobre determinadas categorias de ativos, como os empréstimos alavancados e as *collateralised loan obligations* (CLO), nem informações sobre as ligações indiretas entre bancos e instituições não bancárias, que são importantes para efeitos de supervisão macroprudencial. Várias partes interessadas solicitaram à Comissão que reapreciasse a necessidade de estabelecer normas comuns para os FIA que são originadores de empréstimos[40].

No que diz respeito aos métodos de cálculo da alavancagem, muitas partes interessada consideram adequados, em princípio, o método bruto e o método de compromisso, tal como atualmente previstos no AIFMR[41]. Contudo, poderão ser necessários alguns ajustamentos, tendo em conta a conclusão do trabalho do Conselho de Estabilidade Financeira (CEF) e da OICV[42] neste domínio, que se centra na comunicação de dados, assim como as recomendações do CERS no sentido de melhorar as medidas para avaliar os riscos macroprudenciais[43].

O controlo do risco sistémico e a supervisão do setor dos FIA exigem uma cooperação eficaz a nível da supervisão. A AIFMD estabelece regras sobre as competências das ANC, e a sua interação com a ESMA desempenha um papel importante. Apesar de a AIFMD prever o necessário quadro de cooperação para as ANC, a eficácia das regras ainda não foi testada.

A ESMA, por outro lado, desempenha um papel primordial para criar uma maior convergência das normas decorrentes da AIFMD no mercado interno, coordenando as posições das ANC. A harmonização dos formulários e dos processos, bem como a centralização da gestão das bases de dados na ESMA, poderá reforçar a convergência na implementação e aplicação da AIFMD. Tal como explicado na avaliação pormenorizada contida no documento de trabalho dos serviços da Comissão, a emissão de orientações provou ser outro instrumento útil para alcançar uma implementação e uma aplicação uniformes da AIFMD em toda a União. Citem-se, a título de exemplo, as orientações da ESMA sobre as regras da AIFMD em matéria de remuneração dos GFIA[44].

Introduziram-se regras de remuneração na AIFMD com o objetivo de promover uma sã e eficaz gestão do risco mediante o alinhamento dos incentivos remuneratórios com um desempenho sustentável[45]. A transição, que se verificou, de uma remuneração variável para uma remuneração fixa[46] parece ter introduzido uma maior aversão ao risco no setor da gestão de investimento alternativo coletivo, tendo aumentado, a nível global, a sensibilização para a

[39] O papel das instituições financeiras não bancárias nos mercados de empréstimos alavancados e de CLO tem vindo a reforçar-se. Ver CEF, *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)*, PLEN/2019/91-REV, 22 de novembro de 2019.
[40] Reunião do Grupo de Peritos do Comité Europeu dos Valores Mobiliários (EGESC) em 27 de setembro de 2019.
[41] Ver nota 12, pp. 171-172. Secção 2 do Capítulo II do AIFMR.
[42] FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, 12 de janeiro de 2017; OICVM, *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes of February*, Relatório final, fevereiro de 2018; OICVM, *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes of February*, Relatório final, fevereiro de 2018.
[43] Ver nota 19.
[44] ESMA, *Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD*, 3 de julho de 2013, ESMA/2013/232.
[45] Existem alguns indícios que confirmam a sua eficácia no sentido de encorajar os agentes visados a adotar uma maior prudência face aos riscos.
[46] Ver nota 12, pp. 188-189.

necessidade de sistemas de remuneração adequados[47]. Apesar desta tendência, algumas partes interessadas apelaram ao alinhamento das regras da AIFMD em matéria de remuneração com os regimes semelhantes previstos noutra legislação setorial, como a recém-alterada Diretiva Requisitos de Fundos Próprios (CRD)[48]. Esta última prevê as instituições e os montantes de remuneração *de minimis* que poderão estar isentos dos requisitos em matéria de diferimento da remuneração variável.

2.4 Impacto das regras sobre o investimento em empresas de capital fechado e em países em desenvolvimento ou em benefício desses países

As regras da AIFMD em matéria de prestação de informações de supervisão, de depositários, de gestão do risco e de remuneração não têm explicitamente em conta todas as especificidades da gestão dos investimentos em empresas de capital fechado. Os requisitos em matéria de transparência que se aplicam quando um fundo de investimento em capital fechado adquire posições de controlo em empresas de capital fechado e as disposições contra o desmembramento de ativos não representam uma carga excessiva, mas não foi possível apurar o seu valor acrescentado por falta de dados disponíveis.

Os gestores de fundos de investimento em capital fechado que, devido à dimensão da carteira que gerem, não correspondem aos parâmetros regulamentares da AIFMD ou do Regulamento EuVECA[49], deparam-se com obstáculos importantes para comercializar os seus fundos noutros Estados-Membros[50]. Consequentemente, algumas partes interessadas defendem uma alteração da AIFMD para ter em conta as especificidades deste setor, removendo encargos desnecessários e procurando formas mais eficazes de proteger as empresas ou emitentes não cotados.

Não há ainda dados suficientes que permitam determinar o impacto da AIFMD sobre o investimento em países em desenvolvimento ou em benefícios desses países. Todavia, a AIFMD não parece impor restrições regulamentares suscetíveis de prejudicar tais investimentos.

A AIFMD prevê que a Comissão, após ter apresentado o presente relatório aos colegisladores da UE, apresente propostas, se necessário, eventualmente com vista à alteração da AIFMD. A Comissão continua a ponderar a necessidade de novas propostas neste domínio.

É igualmente importante registar outras medidas legislativas adotadas recentemente pela UE no setor da gestão de ativos. O pacote relativo à comercialização transfronteiras de fundos de investimento foi adotado com o objetivo, nomeadamente, de aumentar a transparência em relação às taxas regulamentares cobradas pelas ANC pelo processamento das notificações relativas aos AIF e em relação às regras nacionais de comercialização[51]. Os requisitos em matéria de segregação de ativos caso a custódia dos ativos seja delegada a terceiros foram

[47] Ver nota 12, p. 192.
[48] Diretiva (UE) 2019/878 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2019, que altera a Diretiva 2013/36/UE no que se refere às entidades isentas, às companhias financeiras, às companhias financeiras mistas, à remuneração, às medidas e poderes de supervisão e às medidas de conservação dos fundos próprios, JO L 150 de 7.6.2019, p. 253.
[49] Regulamento (UE) n.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013, relativo aos fundos europeus de capital de risco.
[50] Reuniões bilaterais com partes interessadas.
[51] Ver nota 29.

racionalizados através das recentes alterações do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão[52]. As alterações da CRD preveem que os GFIA que pertencem ao mesmo grupo de empresas ou conglomerado têm de aplicar as regras da AIFMD em matéria de remuneração, evitando, assim, ficar sujeitos aos vários conjuntos de regras que regulamentam os diferentes intermediários financeiros[53]. O regulamento da UE relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros deverá garantir a coerência entre os diferentes quadros regulamentares da UE[54]. O Regulamento Fundos Europeus de Capital de Risco (EuVECA), recentemente alterado, tornou possível a utilização da designação «EuVECA» por parte de gestores de organismos de investimento coletivo autorizados ao abrigo da AIFMD e alargou os parâmetros de investimento[55].

Todavia, outras questões suscitadas no presente relatório poderão exigir novas medidas a nível da União, a fim de aprofundar o mercado dos FIA na UE e acompanhar em tempo útil a evolução tecnológica, garantindo a adequação do enquadramento legal previsto na AIFMD.

[52] Regulamento Delegado (UE) 2018/1618 da Comissão, de 12 de julho de 2018, que altera o Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 no que respeita à função de guarda dos depositários, JO L 271 de 30.10.2018, p. 1.
[53] Ver nota 48.
[54] Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019, relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros, JO L 317 de 9.12.2019, p. 1.
[55] Regulamento (UE) 2017/1991 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2017, que altera o Regulamento (UE) n.º 345/2013 relativo aos fundos europeus de capital de risco e o Regulamento (UE) n.º 346/2013 relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social, JO L 293 de 10.11.2017, p. 1.