COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 11.5.2026
COM(2026) 350 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

sobre a adequação, de um ponto de vista prudencial e económico, do Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos fundos do mercado monetário

RESUMO

O Regulamento Fundos do Mercado Monetário (Regulamento FMM) entrou em vigor em 2018 e estabeleceu um quadro abrangente para os fundos do mercado monetário (FMM) da UE. Reconhece o papel importante que estes desempenham no financiamento da economia, em especial no financiamento a curto prazo das autoridades públicas e das empresas, e na satisfação das necessidades dos investidores. Os FMM da UE proporcionam um instrumento de investimento líquido e bem regulamentado que contribui para a consecução dos objetivos da União da Poupança e dos Investimentos.

O Regulamento FMM inclui salvaguardas que visam reforçar a resiliência dos FMM, algo que é essencial para a confiança dos investidores no produto. O relatório de 2023 da Comissão sobre os FMM[1] concluiu que o quadro é, de um modo geral, eficaz na redução dos riscos de liquidez e identificou determinados aspetos dos riscos de liquidez que exigem uma avaliação mais aprofundada. O presente relatório apresenta os resultados do trabalho analítico complementar realizado sobre os riscos de liquidez e as conclusões sobre uma melhor resiliência dos FMM.

Existem diversos FMM, que registam diferentes níveis de choques de liquidez em função do seu tipo (valor líquido dos ativos variável, de baixa volatilidade ou constante — VLV, VLBV e VLC, respetivamente), moeda, investidores e utilizações. Devido a estas diferenças, os FMM mantêm reservas de liquidez acima dos mínimos exigidos, tendo em conta as características específicas de cada fundo e os resultados dos respetivos testes de esforço. Esta abordagem cautelosa por parte dos gestores de FMM pode ser explicada pelo controlo dos investidores (possibilitado pelas regras de transparência previstas no Regulamento FMM), pela supervisão regulamentar e pela preocupação com os riscos de reputação.

Os FMM têm demonstrado a sua capacidade para reconstituir reservas de liquidez, mesmo em períodos de tensão do mercado, refletindo uma gestão ativa do risco de liquidez e uma supervisão eficaz. Tal sugere que os diferentes mecanismos estabelecidos no Regulamento FMM foram aplicados de forma coerente, sob a coordenação da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA).

O presente relatório avaliou a resiliência dos ativos líquidos semanais (ALS), que são considerados índices de referência de ALS úteis para a gestão e supervisão do risco de liquidez. Com base numa análise exaustiva dos dados, o presente relatório conclui que os níveis de referência de ALS adequados («níveis de resiliência do mercado») são de 20 % para os FMM VLV e de 40 % para os FMM VLC e VLBV.

Por conseguinte, a Comissão considera que estes níveis de resiliência do mercado podem servir de referência para os gestores de FMM, em especial nas funções de gestão de riscos, e para as autoridades nacionais competentes, a fim de ajudar a identificar situações que possam justificar uma monitorização mais rigorosa e um maior envolvimento em matéria de supervisão.

[1] Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a adequação, de um ponto de vista prudencial e económico, do Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos fundos do mercado monetário [COM(2023) 452], EUR-Lex — 52023DC0452 — PT — EUR-Lex.

Índice

RESUMO **1**

ABREVIATURAS **3**

1 INTRODUÇÃO **4**

2 AVALIAÇÃO DA GESTÃO DA LIQUIDEZ DOS FMM **6**

2.1 Níveis das reservas de liquidez 6

2.2 Forma como os FMM satisfazem os pedidos de resgate 9

3 AVALIAÇÃO DOS NÍVEIS ADEQUADOS DE RESILIÊNCIA DO MERCADO DOS FMM **12**

4 CONCLUSÃO **13**

5 ANEXO I: NÍVEIS DAS RESERVAS DE LIQUIDEZ **14**

5.1 Estatísticas sobre os níveis das reservas de liquidez 14

5.2 Exemplos de FMM que registam choques de resgate elevados 14

6 ANEXO II: COMPORTAMENTO DOS RESGATES EM CONDIÇÕES DE TENSÃO DO MERCADO **16**

6.1 A tensão do mercado no início da pandemia de COVID-19 16

6.1.1 Impacto global no mercado 16

6.1.2 Efeitos e reações desiguais entre FMM 16

6.2 Evento de mercado relacionado com o investimento baseado no passivo 17

7 ANEXO III: NÍVEIS DE RESILIÊNCIA DO MERCADO **20**

7.1 Calibração dos choques de resgate 20

7.2 Calibração dos «limiares de resiliência do mercado» 20

ABREVIATURAS

DGFIA	Diretiva Gestores de Fundos de Investimento Alternativos
FMM VLC	FMM de dívida pública com valor líquido constante, na aceção do artigo 2.º, ponto 11), do Regulamento FMM
ALD	Ativos líquidos diários, em conformidade com os requisitos estabelecidos no artigo 24.º, n.º 1, alíneas c) e d), e do artigo 25.º, n.º 1, alínea c), do Regulamento FMM
BCE	Banco Central Europeu
ESMA	Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
CERS	Comité Europeu do Risco Sistémico
EUR	Euro
CEF	Conselho de Estabilidade Financeira
GBP	Libra esterlina
IGL	Instrumento de gestão da liquidez
FMM VLBV	FMM com valor líquido de baixa volatilidade, na aceção do artigo 2.º, ponto 12), do Regulamento FMM
GRL	Gestão do risco de liquidez
FMM	Fundo do mercado monetário. Os FMM referem-se a fundos domiciliados na UE, salvo indicação em contrário (por exemplo, FMM dos EUA).
Gestor de FMM	Gestor de um FMM, na aceção do artigo 2.º, ponto 23), do Regulamento FMM
Regulamento FMM	Regulamento (UE) 2017/1131 relativo aos fundos do mercado monetário
VL	Valor líquido
ANC	Autoridades nacionais competentes, que são a autoridade competente do FMM, na aceção do artigo 2.º, ponto 17), do Regulamento FMM
UPI	União da Poupança e dos Investimentos, uma iniciativa da Comissão Europeia que visa criar melhores oportunidades financeiras para as pessoas na UE, reforçando simultaneamente a capacidade do sistema financeiro para canalizar as poupanças para investimentos produtivos
USD	Dólar dos Estados Unidos
OICVM	Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários
FMM VLV	FMM com valor líquido variável, na aceção do artigo 2.º, ponto 13), do Regulamento FMM
DMP	Duração média ponderada, na aceção do artigo 2.º, ponto 20), do Regulamento FMM
MMP	Maturidade média ponderada, na aceção do artigo 2.º, ponto 19), do Regulamento FMM
ALS	Ativos líquidos semanais, em conformidade com os requisitos estabelecidos no artigo 24.º, n.º 1, alíneas e) e f), e do artigo 25.º, n.º 1, alínea d), do Regulamento FMM
Relatório FMM de 2023	Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a adequação, de um ponto de vista prudencial e económico, do Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos fundos do mercado monetário [COM(2023) 452]

1 INTRODUÇÃO

Os FMM desempenham um papel fundamental no sistema financeiro enquanto instrumentos de gestão de tesouraria para as empresas e uma oportunidade para os investidores que procuram investimentos de baixa volatilidade com rendimentos mais elevados do que os depósitos bancários. O aumento dos ativos dos FMM da UE nos últimos cinco anos (+45 % entre 2019 e 2024) demonstra o êxito do quadro. Na UE, 455 FMM detinham cerca de 1,95 biliões de EUR em ativos totais no final de 2024. Os FMM da UE estão estabelecidos principalmente na Irlanda, no Luxemburgo e na França. Consequentemente, os FMM da UE oferecem um instrumento de investimento regulamentado que contribui para diversificar as oportunidades de investimento e a gestão dos riscos, em consonância com os objetivos da União da Poupança e dos Investimentos. Proporcionam igualmente opções de financiamento adicionais para as empresas da UE, permitindo-lhes crescer, inovar e criar emprego.

Os FMM da UE em síntese

- Denominados em EUR (~ 45 %), USD (~ 32 %) e GBP (~ 23 %).
- Estabelecidos na Irlanda (44 %), no Luxemburgo (30 %) e na França (24 %).
- Detidos por investidores profissionais (90 %), incluindo investidores de países terceiros no caso de FMM domiciliados na Irlanda (77 %) e no Luxemburgo (63 %).
- VLBV (~ 46 %), VLV (~ 43 %) e VLC (~ 11 % do VL).

Fonte: ESMA, mercado de FMM da UE de 2023 e dados do 4.º trimestre de 2024

Em 2018, o Regulamento FMM entrou em vigor e estabeleceu um quadro regulamentar e de supervisão abrangente para os FMM da UE que «proporcionam financiamento a curto prazo a instituições financeiras, empresas e administrações públicas [e] contribuem para o financiamento da economia da União» (considerando 1 do Regulamento FMM).

A DGFIA e a Diretiva OICVM foram revistas a fim de introduzir um quadro reforçado e mais harmonizado para a gestão dos riscos de liquidez, designadamente exigindo que os gestores selecionem e apliquem, pelo menos, um instrumento de gestão da liquidez a partir de uma lista prescrita. Aplicável a partir de 16 de abril de 2026, este quadro melhora a coerência entre os fundos e reforça a estabilidade financeira global.

O Regulamento FMM proporciona um quadro harmonizado para reforçar a resiliência do setor e atenuar o risco sistémico, com disposições que abrangem, nomeadamente, os ativos elegíveis, a composição da carteira, a avaliação, a gestão dos riscos, a proibição de alavancagem, a transparência e a comunicação de informações. Os requisitos relacionados com a composição da carteira são um pilar central do Regulamento FMM. Estes incluem disposições destinadas a assegurar a liquidez dos FMM, tais como disposições relativas às reservas de liquidez e disposições que descrevem o papel e as obrigações do gestor dos FMM (tais como limites em termos de maturidade e qualidade de crédito[2], ver *infra*). O quadro 1 apresenta os diferentes tipos de FMM da UE e as suas principais características e requisitos regulamentares. Este quadro mostra os limiares regulamentares mínimos em termos de ativos líquidos diários e semanais (ALD e ALS) que os FMM devem deter. Os limiares mínimos previstos no Regulamento FMM destinam-se a assegurar, juntamente com outras salvaguardas, que os FMM possam satisfazer os resgates dos investidores ao longo do tempo.

[2] Os gestores de FMM são responsáveis por assegurar o cumprimento do Regulamento FMM. Têm deveres específicos, como a avaliação da qualidade de crédito dos ativos dos FMM e a realização de testes de esforço, a avaliação dos ativos e a divulgação de informações aos investidores.

Quadro 1: Principais requisitos e características dos FMM da UE

	FMM a curto prazo			FMM normais
	VL estável		VL variável (VLV)	
Requisitos	**VLC**	**VLBV**	**VLV de curto prazo**	**VLV normal**
MMP	Máx. 60 dias			Máx. 6 meses
DMP	Máx. 120 dias			Máx. 12 meses
Maturidade dos ativos	Máx. 397 dias			Máx. dois anos, com um prazo de 397 dias até à data de revisão
ALD	Mín. 10 %		Mín. 7,5 %	
ALS	Mín. 30 % (incluindo até 17,5 % da dívida pública que vença no prazo de 190 dias)		Mín. 15 %	
Outros	Proibição de alavancagem, diversificação, requisitos de qualidade de crédito, transparência e comunicação de informações			

Em 2023, a Comissão publicou um relatório[3] (Relatório FMM de 2023) que revela que «o Regulamento FMM passou com distinção no teste da tensão de liquidez a que os FMM foram sujeitos em março de 2020, durante a turbulência de mercado relacionada com a COVID-19, tendo também resistido às recentes subidas das taxas de juro e à reapreciação conexa dos ativos financeiros»[4]. Embora o relatório tenha concluído que o quadro foi, de um modo geral, capaz de assegurar a resiliência do setor, salientou determinados aspetos da gestão dos riscos de liquidez que necessitavam de uma avaliação mais aprofundada para assegurar a resiliência dos FMM.

No seguimento do Relatório FMM de 2023, o presente relatório avalia o funcionamento dos FMM com base num extenso trabalho analítico e baseia-se em múltiplas fontes de dados[5] e consultas[6] para examinar a forma como os riscos de liquidez são geridos. Avalia a forma como os FMM reagem aos choques de liquidez e como os gestores atenuam o risco de liquidez, em especial através de reservas de liquidez.

O presente relatório apresenta as principais conclusões da avaliação da gestão da liquidez dos FMM (secção 2) e uma análise dos níveis adequados de resiliência do mercado (secção 3). Os anexos apresentam uma análise técnica mais aprofundada destes temas.

[3] Comissão adota relatório sobre o funcionamento do Regulamento Fundos do Mercado Monetário (FMM) — Finanças.
[4] Relatório FMM de 2023, p. 21.
[5] Os dados foram obtidos a partir das seguintes fontes: Crane Data, Morningstar, ESMA e ANC.
[6] Consulta específica da Comissão sobre o funcionamento do Regulamento Fundos do Mercado Monetário, 12 de abril de 2022, e consulta específica da Comissão que avalia a adequação das políticas macroprudenciais para a intermediação financeira não bancária, 22 de maio de 2024.

2 AVALIAÇÃO DA GESTÃO DA LIQUIDEZ DOS FMM

2.1 Níveis das reservas de liquidez

A Comissão realizou uma análise das reservas de liquidez a nível de todo o setor (macroanálise) e a nível de cada FMM (níveis micro), a fim de compreender a forma como os níveis são determinados e se o mercado apresenta um comportamento coerente.

Conclusão principal n.º 1: A maioria dos FMM da UE detém reservas de liquidez muito acima dos requisitos mínimos estabelecidos no Regulamento FMM

Os FMM adotam um vasto leque de níveis de reservas de liquidez associados às respetivas situações específicas, em especial a sua propensão para incorrer em pedidos de resgate de dimensão variável em função da sua base de investidores. Entre o 1.º trimestre de 2020 e o 4.º trimestre de 2025, os FMM VLV detêm, em média, pelo menos 19 % de ALD e 29 % de ALS, em comparação com os mínimos regulamentares de 7,5 % e 15 %, respetivamente, enquanto os FMM VLC e VLBV mantêm reservas ainda mais elevadas, com uma média de 36 % de ALD e 54 % de ALS, em comparação com os limiares regulamentares mínimos de 10 % e 30 %, respetivamente.

O quadro 2 apresenta a distribuição dos ALD e dos ALS por tipo de FMM ao longo de um período de seis anos. Por exemplo, no que diz respeito à distribuição de ALS para os VLBV, a reserva média era de 50 %, ao passo que os VLBV tinham uma reserva média inferior a 43 % para o percentil 25 e uma reserva média de 54 % para o percentil 75. Estes dados mostram que a grande maioria dos FMM VLBV (75 %) tinha uma reserva média de ALS superior a 43 %. Podem retirar-se conclusões semelhantes para as outras categorias de FMM e para os respetivos ALD.

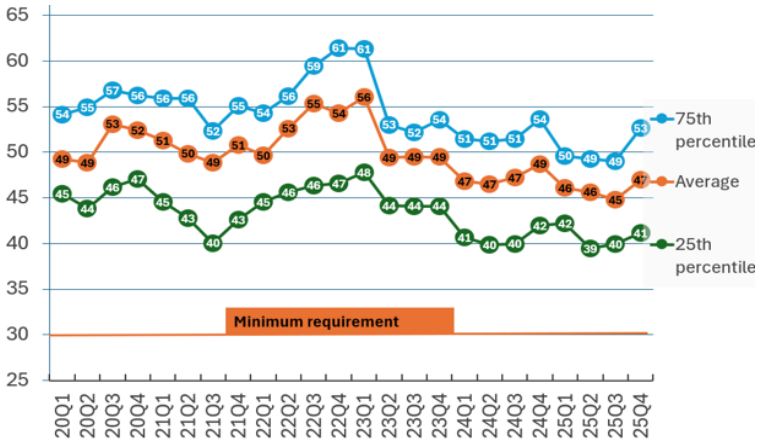
Quadro 2: Distribuição dos ALD e dos ALS por tipo de FMM ao longo de um período de seis anos (em % do VL do FMM)

		Tipo de FMM			
		VLC	**VLBV**	**VLV de curto prazo**	**VLV normal**
ALD	**Percentil 25**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Média	40 %	33 %	22 %	15 %
	Percentil 75	53 %	38 %	28 %	18 %
ALS	**Percentil 25**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Média	59 %	50 %	35 %	24 %
	Percentil 75	76 %	54 %	43 %	28 %

Fontes: Comissão Europeia, com base nos dados da ESMA do 1.º trimestre de 2020 ao 4.º trimestre de 2025

O facto de a maioria dos FMM da UE deter reservas de liquidez muito acima dos requisitos mínimos estabelecidos no Regulamento FMM explica-se pela abordagem geralmente prudente adotada pelos FMM da UE, impulsionada por uma supervisão forte, pelo controlo dos investidores (facilitado pelos requisitos de transparência do Regulamento FMM) e por uma maior sensibilidade aos riscos de reputação. Este comportamento mantém-se relativamente estável ao longo do tempo, com algumas variações (ver gráfico 1 sobre VLBV e anexo I). O gráfico 1 mostra que o nível mais baixo observado entre 2020 e 2025 foi uma reserva de liquidez média de 45 %, nunca tendo o percentil 25 descido abaixo de uma média de 40 % (2.º trimestre de 2025).

Gráfico 1: Tendências na distribuição de ALS para FMM VLBV



Fonte: Comissão Europeia, com base nos dados da ESMA do 1.º trimestre de 2020 ao 4.º trimestre de 2025
Nota: Tendências na média dos ALS e nos percentis 25 e 75 de ALS (em percentagem do VL) no VLBV.

Observam-se padrões semelhantes para outros requisitos quantitativos previstos no Regulamento FMM, o que indica uma abordagem prudente em todo o setor dos FMM. Por exemplo, os níveis da DMP mantiveram-se muito abaixo dos máximos regulamentares aplicáveis. Para os FMM VLC, VLBV e VLV de curto prazo, os níveis médio e mediano da DMP variaram geralmente entre 40 e 65 dias, em comparação com um máximo regulamentar de 120 dias. Este facto indica que as maturidades dos ativos são, em média, inferiores ao limite regulamentar por um fator de dois a três, **permitindo um reembolso mais rápido e contribuindo para a reconstituição de reservas de liquidez**. Os FMM VLV normais apresentavam níveis de DMP mais elevados, com níveis médios e medianos de cerca de 110 a 125 dias, muito abaixo do limite máximo regulamentar de 360 dias[7].

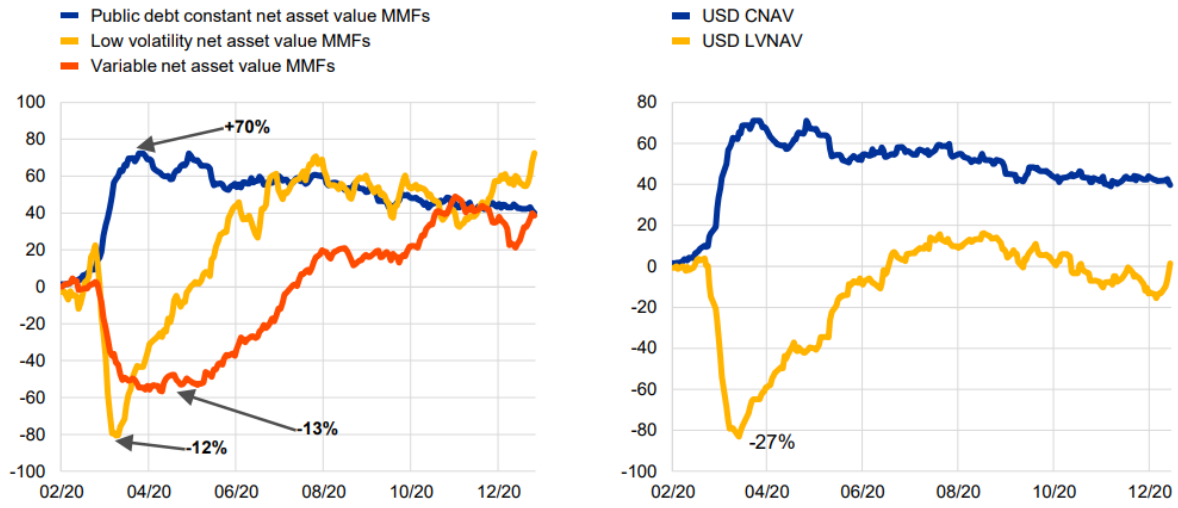
Conclusão principal n.º 2: Os FMM detêm níveis diferentes de reservas de liquidez devido às suas características diferentes, que implicam diferentes níveis de vulnerabilidade face a potenciais choques de liquidez

Os FMM operam geralmente com reservas acima dos mínimos regulamentares, embora estes possam variar. Tal deve-se ao facto de os FMM terem características diferentes, incluindo categorias (VLV, VLBV ou VLC), denominação da moeda, composição da base de investidores e casos de utilização (ver anexo II). Por conseguinte, apresentam diferentes níveis de vulnerabilidade face a potenciais choques de liquidez. Mesmo os FMM de tipo e moeda semelhantes não têm a mesma vulnerabilidade a choques de liquidez.

A este respeito, em média, os choques de resgate que afetaram os FMM durante o evento de mercado relacionado com a COVID-19 (ver gráfico 2) foram **geríveis graças às suas reservas de liquidez**. O gráfico 2 mostra que, ao longo de um mês, os FMM VLV registaram levantamentos de cerca de 13 %, em comparação com uma reserva de liquidez semanal mínima de 15 %. Os FMM VLBV registaram saídas de cerca de 12 %, aumentando para 27 % no caso dos fundos denominados em USD, contra uma reserva de liquidez semanal de 30 %. Em contrapartida, os FMM VLC registaram entradas significativas durante a fase inicial da pandemia de COVID-19.

[7] Relatório da ESMA sobre FMM (2023) e Crane Data.

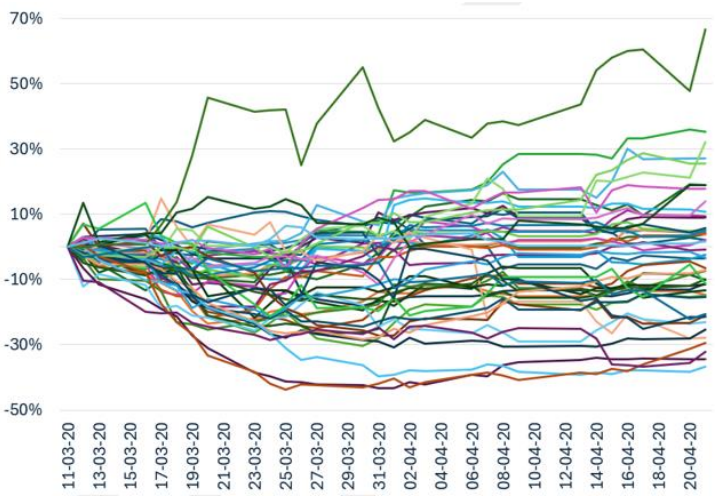
Gráfico 2: Fluxos acumulados líquidos em FMM no início do evento de mercado relacionado com a COVID-19



Fontes: Relatório do CERS, julho de 2021, *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds*
Nota: Fluxos diários acumulados líquidos, discriminados por tipo de FMM e expressos em milhares de milhões de euros (eixo y). Os valores positivos indicam subscrições líquidas, enquanto os valores negativos indicam resgates líquidos. As percentagens mostram os fluxos de fundos em relação ao valor líquido de cada tipo de fundo.

No que diz respeito aos FMM VLBV em USD, estes sofreram um choque de resgate significativo durante o evento de mercado relacionado com a COVID-19. Contudo, o impacto foi extremamente desigual nessa coorte de FMM, tendo 6 % registado saídas líquidas acumuladas superiores a 30 %, enquanto 10 % não registaram qualquer resgate. Entre estes dois extremos, foram observados vários níveis intermédios de entradas ou saídas, como mostra o gráfico 3. As linhas representam os fluxos líquidos cumulativos de FMM VLBV em USD individuais ao longo de cerca de cinco semanas do evento de mercado relacionado com a COVID-19.

Gráfico 3: Fluxos acumulados de FMM VLBV em USD individuais durante o evento de mercado relacionado com a COVID-19



Fontes: Crane Data e ANC
Nota: Cada linha representa os fluxos líquidos acumulados em percentagem do VL (eixo y) de um FMM VLBV em USD com um VL superior a mil milhões de EUR. Os valores positivos indicam subscrições líquidas, enquanto os valores negativos indicam resgates líquidos. Estes exemplos mostram que, embora os FMM VLBV em USD tenham enfrentado resgates significativos durante o evento de mercado relacionado com a COVID-19, o impacto sobre os mesmos foi desigual entre FMM desse tipo.

2.2 Forma como os FMM satisfazem os pedidos de resgate

As condições de tensão do mercado, por exemplo durante os eventos de mercado relacionados com a COVID-19 e com os fundos de investimento baseado no passivo (*liability-driven investments*), fornecem informações valiosas sobre a dinâmica da gestão da liquidez nessas condições. A Comissão analisou a capacidade de os FMM reconstituirem as reservas de liquidez, nomeadamente em condições de tensão do mercado. Com base em conjuntos alargados de dados, a presente análise centrou-se em dois níveis: 1) o mercado global e 2) uma análise mais aprofundada dos FMM que enfrentaram os choques de liquidez mais graves.

Conclusão principal n.º 3: Os FMM são capazes de reconstituir as suas reservas de liquidez sob forte pressão de resgate, nomeadamente em condições de tensão do mercado

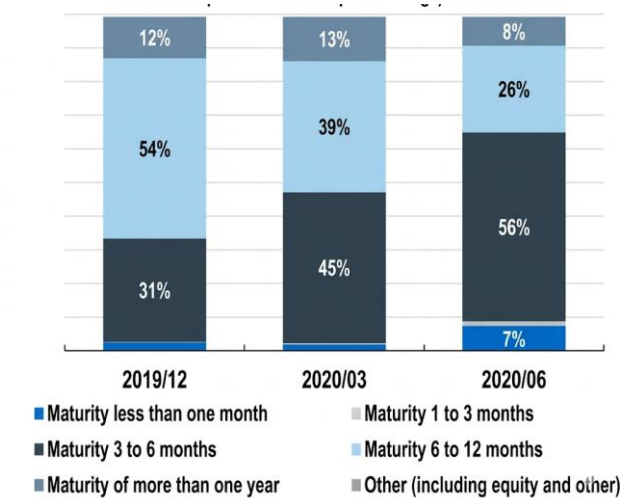
Habitualmente, em condições normais de mercado, os FMM mantêm e reconstituem as suas reservas de liquidez através de «operações mecânicas». Este objetivo é alcançado não só através de ciclos renováveis de reconversão de ativos de elevada qualidade com maturidades a curto prazo (PC/CD/bilhetes do Tesouro[8]) e do reinvestimento do numerário em novos ativos com maturidades a curto prazo, mas também através de operações no mercado secundário e da utilização de financiamento garantido a um dia (por exemplo, acordos de revenda) que pode ser aumentado ou reduzido diariamente. Este processo é regulamentado e supervisionado com base nos rigorosos requisitos de maturidade previstos no Regulamento FMM, em especial a DMP, que limita a maturidade média dos ativos dos FMM em geral e limita a maturidade de cada ativo individualmente (ver quadro 1).

Em condições de tensão do mercado, **a «reconstituição» dos FMM deixa de ser feita através «operações mecânicas» e passa a ser feita através de «operações defensivas»**. À medida que os resgates aceleram e a liquidez do mercado secundário se deteriora, os gestores de FMM aceleram ativamente a geração de liquidez através da liquidação de participações e reduzem a exposição aos preços de mercado (ver gráfico 4). Para o efeito, ajustam a composição da carteira para reduzir a MMP (sensibilidade ao preço de mercado) e a DMP (maturidade média)[9], concentrando os reinvestimentos nas obrigações mais líquidas com a duração mais curta. Esse ajustamento permite aos FMM aumentar o ritmo de reconstituição das reservas de liquidez. O gráfico 3 mostra a evolução das carteiras de obrigações dos FMM antes e no início da pandemia de COVID-19. Mostra que, em todo o setor, a percentagem de obrigações com duração mais curta (3-6 meses) na carteira quase duplicou entre dezembro de 2019 e junho de 2020.

[8] Os FMM investem em instrumentos de curto prazo, como papel comercial (PC), certificados de depósito (CD) e bilhetes do Tesouro, a fim de proporcionar aos investidores rendimentos líquidos e de baixo risco.

[9] O risco de mercado é proporcional à duração das obrigações. Ao reduzir a maturidade das obrigações detidas pelas carteiras dos FMM, estas carteiras estão menos expostas ao risco de mercado quando convertem obrigações em numerário num prazo mais curto.

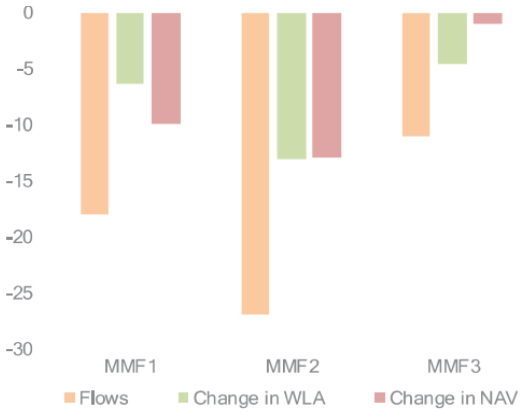
Gráfico 4: Evolução da composição da dívida dos FMM



Fonte: EFAMA, *European MMF in the Covid-19 market turmoil*, novembro de 2020

Nota: Discriminação por maturidade das dívidas na carteira de FMM, expressa em percentagem do total dos ativos dos FMM.

Gráfico 5: Compromisso entre os ALS e o desvio do VL



Fonte: Relatório da ESMA, *Vulnerabilities in money market funds*, 2021

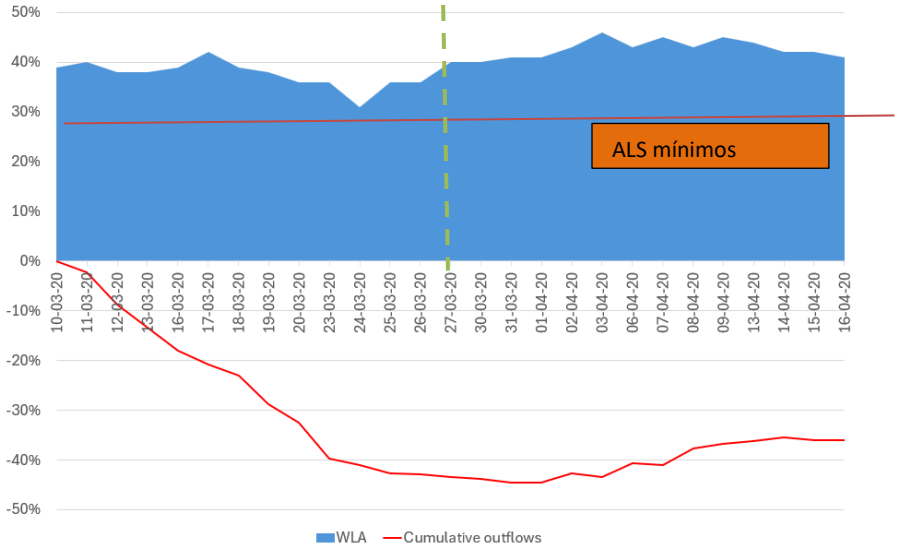
Nota: Fluxos líquidos a sete dias, ALS em percentagem do VL e desvio do VL (em pontos base), a partir de 25 de março de 2020.

Ao nível dos FMM individuais, uma análise dos fundos que registaram pedidos de resgate avultados revelou um padrão semelhante: estes fundos deram prioridade à manutenção da liquidez e, após a redução das suas reservas de liquidez, conseguiram reconstituí-las rapidamente (ver gráfico 6 que ilustra este aspeto e anexo I). De um modo geral, os choques de resgate sofridos por cada FMM foram inferiores ao montante das reservas de liquidez mantidas, permitindo aos fundos satisfazer rapidamente os pedidos de resgate. O gráfico 6 mostra o exemplo de um FMM VLBV que registou um cenário de resgate extremo e a forma como manteve reservas de liquidez semanais acima dos mínimos regulamentares durante o período de referência. Apesar de uma saída de 45 % durante o período, os ALS não desceram abaixo dos 30 %[10].

Note-se que os FMM VLBV mantiveram as suas reservas de ALS através da amortização de carteiras ou da venda de ativos, num contexto de diferenciais entre os preços de compra e de venda mais alargados. Esta situação pode ter desencadeado desvios do VL, em especial quando foram vendidos menos ativos líquidos, como papel comercial e certificados de depósito. Estes desvios do VL são ilustrados no gráfico 5. Por conseguinte, a manutenção das reservas de ALS pode ter exigido a venda de menos ativos líquidos, contribuindo para desvios do VL.

[10] Importa referir que a intervenção do banco central nos mercados do papel comercial também apoiou o setor, ajudando a evitar novas repercussões para os FMM sob pressão.

Gráfico 6: Exemplo do pior cenário possível de um FMM VLBV sujeito a um forte choque de liquidez



Fontes: Crane Data e ANC

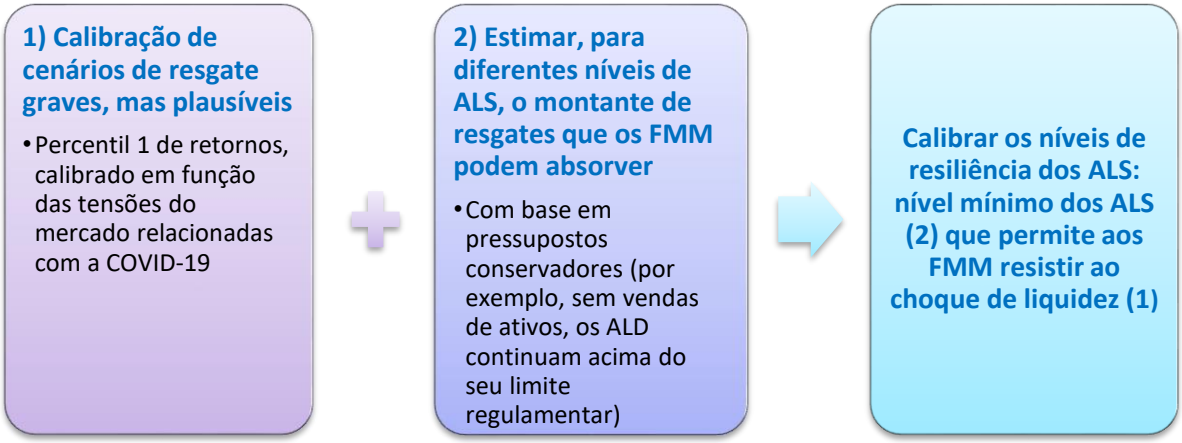
Nota: Exemplo de um FMM VLBV que regista saídas muito significativas, ilustrando o impacto sobre os ALS e a subsequente reconstituição da liquidez. Ver outros exemplos no anexo I.

3 AVALIAÇÃO DOS NÍVEIS ADEQUADOS DE RESILIÊNCIA DO MERCADO DOS FMM

Esta secção analisa a resiliência do setor dos FMM da UE a aumentos significativos dos pedidos de resgate. Tal como debatido nas secções anteriores, as reservas de liquidez desempenham um papel crucial na satisfação dos pedidos de resgate, em especial nos períodos em que os mercados de curto prazo podem ser ilíquidos. Para realizar esta análise, a Comissão calculou o nível mínimo de ALS («nível de resiliência dos ALS») que, se mantido pelos FMM, lhes permitiria satisfazer pedidos de resgate avultados, mantendo simultaneamente os ALD acima do mínimo regulamentar.

A metodologia é resumida a seguir e os dados correspondentes são apresentados no anexo III.

Principais etapas da metodologia utilizada para calibrar o nível de resiliência dos ALS



Conclusão principal n.º 4: Para resistir a condições de tensão do mercado, os níveis de resiliência dos ALS de 40 % para os FMM com VL estável e de 20 % para os FMM VLV são, de um modo geral, suficientes.

Esta análise mostra que os níveis de resiliência dos ALS de 40 % para os FMM com VL estável e de 20 % para os FMM VLV são, de um modo geral, suficientes para resistir a condições de tensão do mercado (ver também anexo III). Mais especificamente, a detenção de ALS a níveis iguais ou superiores a estes níveis de resiliência permitiria aos FMM da UE resistir a choques de resgate graves sem vendas de ativos catastróficas, mantendo simultaneamente os ALD acima dos mínimos regulamentares. A manutenção dos ALD acima do mínimo ajuda a assegurar a liquidez imediata para os resgates, especialmente em períodos de tensão em que os FMM podem sofrer resgates ao longo de vários dias consecutivos.

Tal significa que, **numa perspetiva à escala do mercado**, a aplicação uniforme destes níveis de resiliência reforçará a capacidade de os FMM da UE resistirem a condições de tensão do mercado e atenuarem a propagação de choques ao resto do sistema financeiro e à economia.

Por conseguinte, a Comissão considera que estes níveis de resiliência dos ALS podem servir de pontos de referência práticos para a gestão do risco de liquidez. Do ponto de vista da supervisão, podem também funcionar como indicadores de alerta precoce, promovendo uma monitorização mais rigorosa ou um maior envolvimento das ANC em matéria de supervisão, quando os FMM operam persistentemente abaixo dos níveis de resiliência identificados. Por conseguinte, estes **níveis de resiliência dos ALS podem ser utilizados para identificar situações que exijam maior atenção por parte dos gestores**

de FMM, em especial das suas equipas de gestão de riscos, e um maior envolvimento das ANC pertinentes com os gestores de FMM em matéria de supervisão.

É de salientar que é pouco provável que muitos FMM sofram choques de resgate da magnitude utilizada para calibrar os níveis de resiliência dos ALS. Como mostra o presente relatório, os FMM não são homogéneos. A sua propensão para enfrentar choques de liquidez depende das suas características específicas e da sua base de investidores. Além disso, a calibração dos níveis de resiliência dos ALS baseia-se em pressupostos conservadores, em especial o pressuposto de que os ALD não são utilizados quando atingem o mínimo regulamentar.

Por conseguinte, **a definição dos níveis de resiliência dos ALS identificados como novos mínimos regulamentares vinculativos não é proporcionada, dada a heterogeneidade do setor dos FMM e dos tipos de fundos (conclusão principal n.º 2)**. Em vez disso, a Comissão considera que estes níveis de resiliência dos ALS podem servir de parâmetros de referência em matéria de supervisão e gestão de riscos, ajudando os gestores de FMM e as ANC a identificar situações que possam exigir uma monitorização mais rigorosa e um maior envolvimento da supervisão.

4 CONCLUSÃO

As conclusões do presente relatório destinam-se a servir de base para melhorar a gestão da liquidez pelos gestores de FMM e a supervisão dos FMM pelas ANC. As conclusões da secção 2 mostram que os níveis de liquidez em termos setoriais são diversos, embora, de um modo geral, permaneçam muito acima dos limiares regulamentares mínimos previstos no Regulamento FMM. Além disso, o setor dos FMM, de um modo geral, geriu os riscos de liquidez de forma responsável, tanto numa base contínua como em períodos de tensão do mercado.

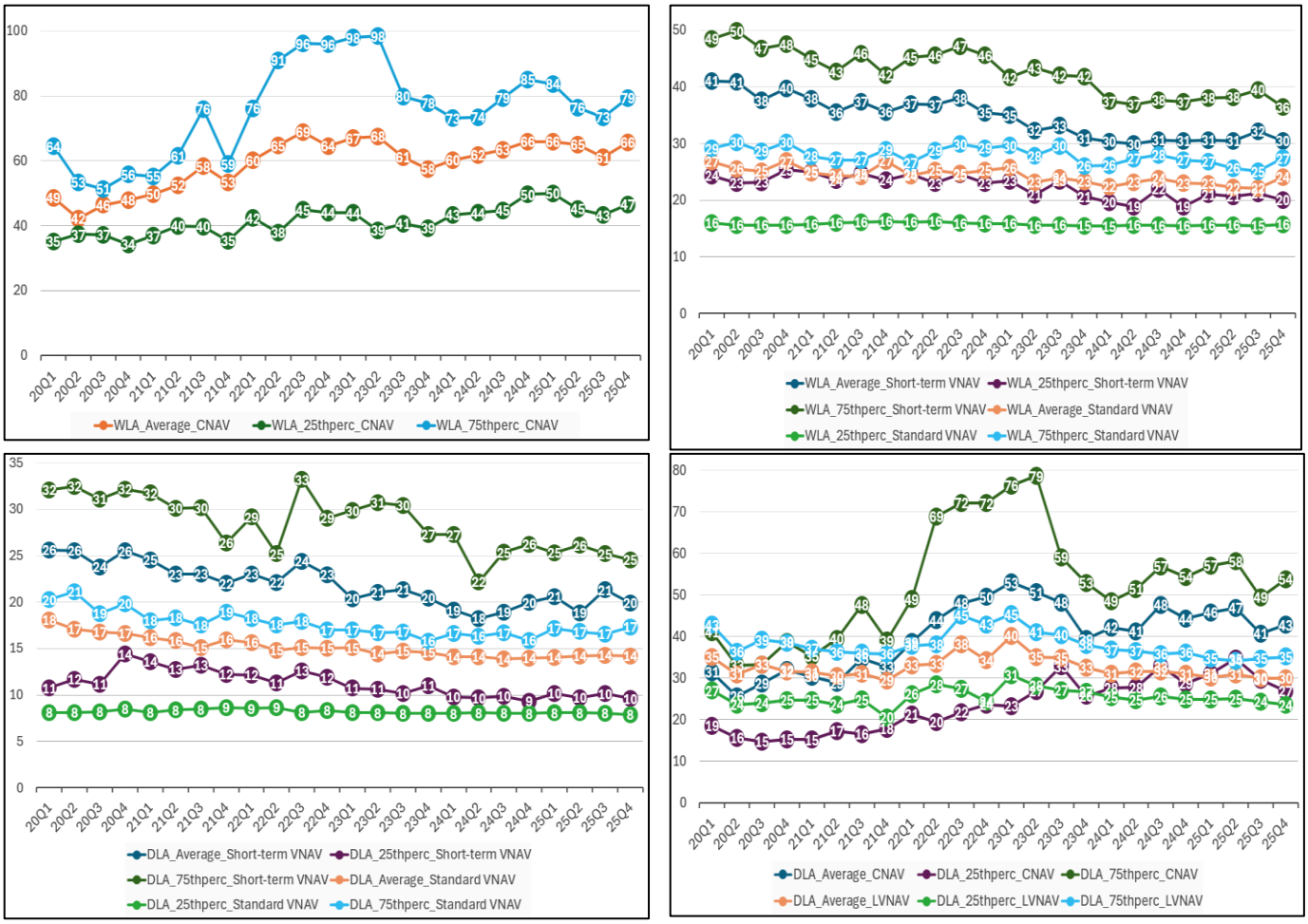
As conclusões da secção 3 indicam que os níveis de resiliência das ALS identificados podem servir como índices de referência de supervisão e de gestão dos riscos de liquidez, abaixo dos quais importa aumentar de forma útil a intensidade do controlo no âmbito das funções de gestão dos riscos dos FMM e dos seus gestores e reforçar o controlo e os compromissos de supervisão das ANC, a fim de assegurar a resiliência a nível do mercado.

5 ANEXO I: NÍVEIS DAS RESERVAS DE LIQUIDEZ

5.1 Estatísticas sobre os níveis das reservas de liquidez

O gráfico I.1 apresenta estatísticas sobre os níveis das reservas de liquidez, ilustrando que os FMM mantêm a liquidez acima dos mínimos regulamentares e a forma como estes níveis se alteram ao longo do tempo.

Gráfico I.1: Níveis de ALS e ALD

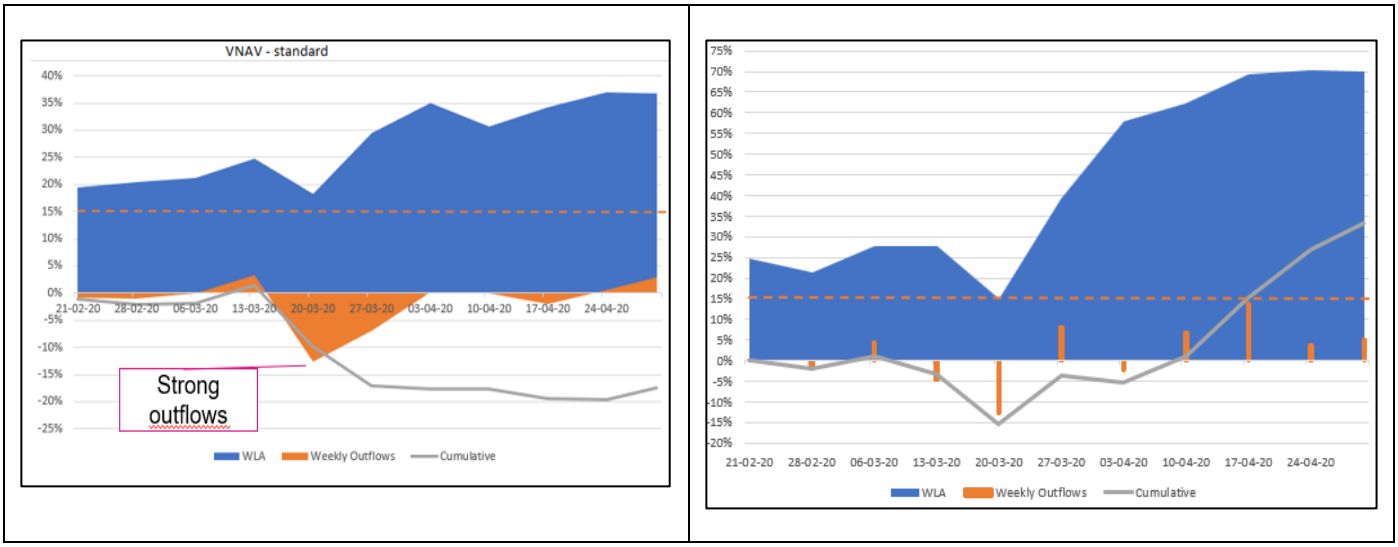


Fonte: Comissão Europeia, com base nos dados da ESMA do 1.º trimestre de 2020 ao 4.º trimestre de 2025
Nota: Tendências na média dos ALS e nos percentis 25 e 75 de ALS (em percentagem do VL) no VLBV.

5.2 Exemplos de FMM que registam choques de resgate elevados

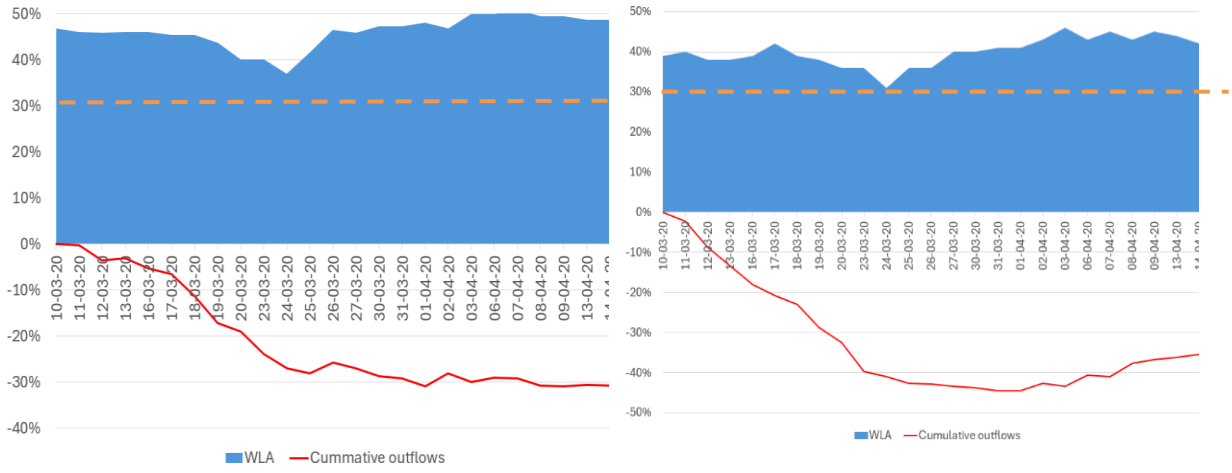
A reconstituição da reserva de liquidez foi analisada centrando-se nos últimos 10 % dos fundos que registaram as maiores saídas. A análise baseou-se em dados de supervisão das ANC, noutras fontes de dados, em comunicações de fundos sobre a gestão da liquidez em condições de tensão do mercado e em alterações na composição da carteira. Surgiu um padrão coerente: mesmo os fundos mais afetados conseguiram reconstituir as suas reservas de liquidez num período relativamente curto após o episódio de tensão.

Gráfico I.2: Exemplos de reconstituição de reservas de liquidez de dois VLV sujeitos a pedidos de resgate avultados



Fontes: Crane Data e ANC
Nota: Exemplo de dois FMM VLV que registam saídas significativas, ilustrando o impacto sobre os ALS e a subsequente reconstituição das reservas de liquidez. O nível mínimo de 15 % é apresentado como uma linha a tracejado.

Gráfico I.3: Reconstituição das reservas de liquidez no âmbito de pedidos de resgate avultados



Fontes: Crane Data e ANC
Nota: Exemplo de dois FMM VLBV que registam saídas significativas, ilustrando o impacto sobre os ALS e a subsequente reconstituição das reservas de liquidez. O nível mínimo de 30 % é apresentado como uma linha a tracejado.

6 ANEXO II: COMPORTAMENTO DOS RESGATES EM CONDIÇÕES DE TENSÃO DO MERCADO

6.1 A tensão do mercado no início da pandemia de COVID-19

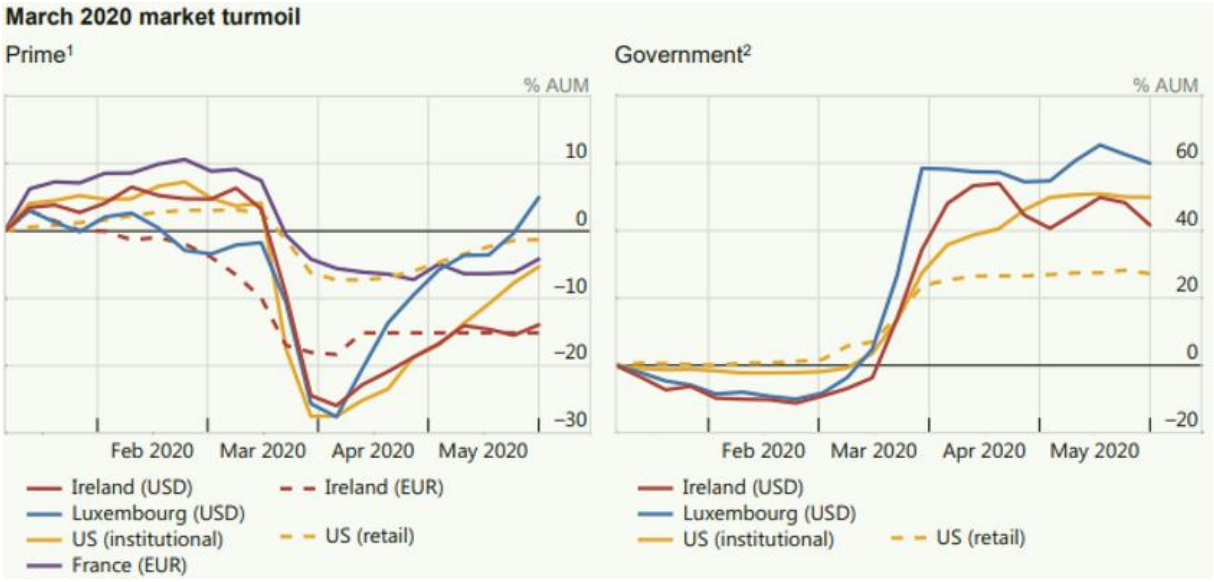
6.1.1 Impacto global no mercado

Os eventos de mercado provocados pela pandemia de COVID-19 começaram a manifestar-se em fevereiro de 2020, à medida que as preocupações com a propagação mundial do vírus se intensificavam e os mercados financeiros começavam a reavaliar o risco. Contudo, o seu impacto nos FMM materializou-se principalmente em meados de março de 2020 e continuou até junho do mesmo ano, altura em que se observaram condições de tensão do mercado.

Durante um período de 15 dias com início em meados de março, os investidores em alguns FMM aumentaram a sua procura de liquidez, em especial nos FMM VLBV denominados em USD, que sofreram pressões de resgate substanciais (cerca de 18 % e 30 % desses segmentos de mercado).

Nas primeiras semanas de março de 2020, os FMM VLBV denominados em USD registaram as maiores e mais prolongadas saídas de todos os FMM europeus de curto prazo. Tal deveu-se ao facto de, para além dos resgates relacionados com as necessidades de tesouraria, os investidores se terem deslocado para o VLC da dívida pública na UE.

Gráfico II.1: Fluxos acumulados dos FMM em 2020



Fonte: CEF, *Policy proposals to enhance MMF resilience*, outubro de 2021

6.1.2 Efeitos e reações desiguais entre FMM

A dimensão dos pedidos de resgate e o comportamento dos investidores em condições normais e de tensão variam consideravelmente entre os FMM. As reações e os comportamentos são motivados por diferentes fatores, principalmente pela base de investidores e dentro da base de investidores e pelo caso de utilização dos seus investimentos (ver *infra*), pela dimensão dos principais investidores e pela combinação de investidores. Outros fatores determinantes são o tipo de FMM (VLV, VLBV, VLC).

Embora a classificação dos fundos e a moeda sejam claramente fatores determinantes, mesmo categorias muito semelhantes sofreram choques muito diversos durante e após o período de crise da COVID-19. Estas diferenças são apresentadas no gráfico 3.

Os gráficos 2 e 3 mostram que, de um modo geral, os FMM VLBV denominados em USD sofreram um choque de resgate significativo no início da pandemia de COVID-19. Contudo, o impacto foi muito desigual entre os fundos. Menos de 6 % dos FMM VLBV registaram saídas acumuladas superiores a 30 % do seu VL.

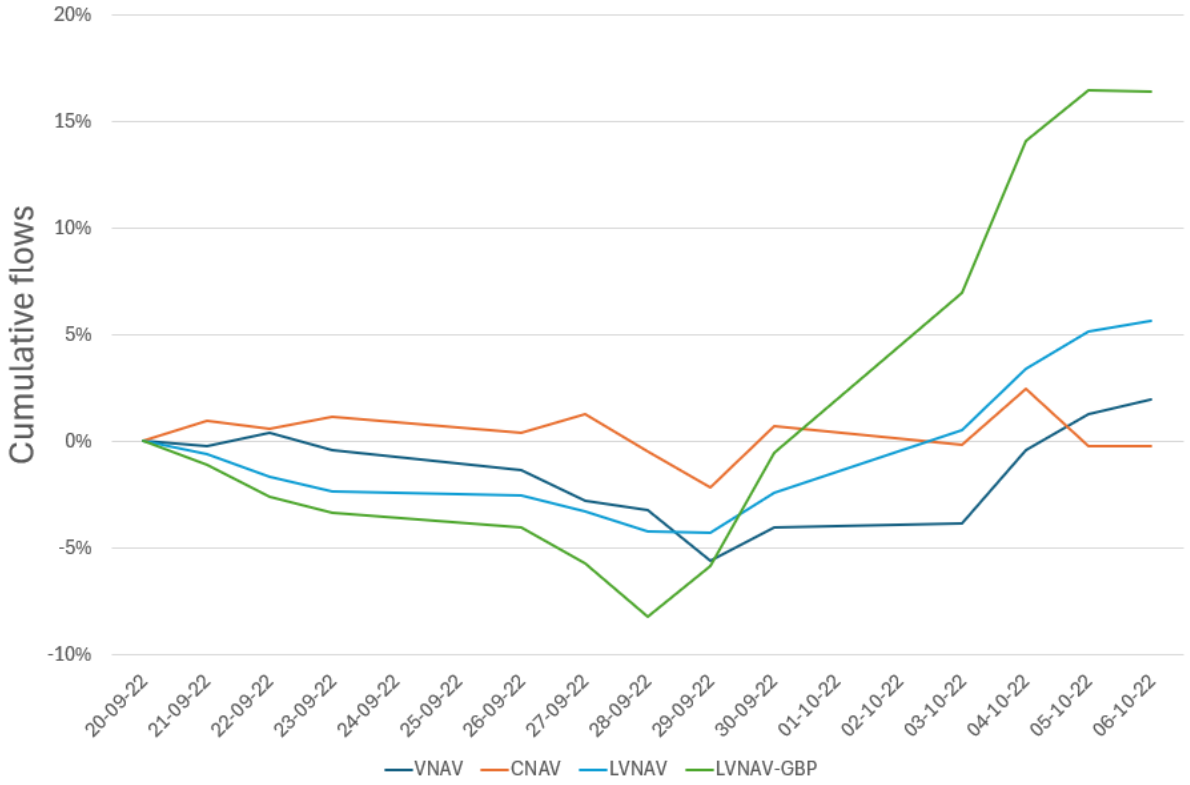
Esta heterogeneidade explica-se, entre outros, pelos casos de utilização dos investidores**.** Três exemplos «extremos» estilizados ilustram a forma como o mesmo FMM pode enfrentar padrões de resgate muito diferentes em função da base de investidores e do respetivo comportamento em várias situações de mercado.

1) **Utilização de FMM como veículo de gestão de tesouraria/de «pagamentos» (ciclo previsível):** alguns investidores institucionais utilizam FMM VLV como **escalões de numerário transacionais**, por exemplo, o numerário é investido à medida que as contribuições/prémios são cobrados e depois resgatados numa **cadência previsível** (por exemplo, em torno dos ciclos de pagamento de pensões). Nesta situação, as saídas são frequentemente **programadas e podem ser previstas**, pelo que qualquer diminuição de liquidez é mais uma flutuação planeada do que uma corrida. Exemplos semelhantes são os sistemas de pensões que têm entradas (contribuições) regulares e saídas periódicas (pagamentos de prestações), que criam padrões de fluxos de caixa previsíveis.
2) **Utilização de FMM como veículo de liquidez de garantia/margem (padrão potencialmente semelhante a um aumento súbito):** quando os FMM são utilizados como **reservas de liquidez de garantia** (direta ou indiretamente) para derivados, operações de recompra ou necessidades de margem relacionadas com os fundos de investimento baseados no passivo, os fatores desencadeadores de resgates podem ser **movimentos no mercado e ajustamentos de margem conexos**. Nos fundos de investimento baseado no passivo alavancados, as necessidades de garantias podem aumentar rapidamente quando as taxas de rendibilidade aumentam (refletindo perdas avaliadas a preços de mercado), desencadeando uma corrida ao numerário por parte de muitos intervenientes no mercado de uma só vez. Nestas circunstâncias, os investidores podem resgatar ações/unidades de participação de FMM para satisfazer pedidos de garantias, ou podem utilizar participações em FMM no âmbito de fluxos de trabalho de gestão de garantias — criando uma **procura de liquidez mais pró-cíclica e correlacionada** do que a utilização «pura» da gestão de tesouraria.
3) **Utilização de FMM para reunir montantes em numerário de outros fundos geridos pelo mesmo gestor de ativos do FMM. Neste caso, o gestor tem visibilidade sobre os fluxos de resgate**.

6.2 Evento de mercado relacionado com o investimento baseado no passivo

No final de setembro de 2022, observou-se um aumento acentuado das taxas de rendibilidade das obrigações (*gilt*) do Reino Unido e uma forte pressão em termos das estratégias de investimento baseado no passivo utilizadas pelos fundos de pensões. Esta situação gerou elevadas perdas avaliadas ao preço do mercado para os fundos de investimento baseado no passivo, o que, por sua vez, induziu exigências de margens de variação. Estes valores de cobertura adicionais criaram uma procura súbita e significativa de numerário, que se repercutiu nos FMM denominados em GBP, embora os FMM não tenham sido a fonte da súbita procura extrema de liquidez. Alguns FMM registaram saídas rápidas, em especial de investidores institucionais, e reagiram aumentando as reservas de liquidez e encurtando os prazos de vencimento das carteiras.

Gráfico II.2: Impacto da crise relacionada com o investimento baseado no passivo nos fluxos dos FMM

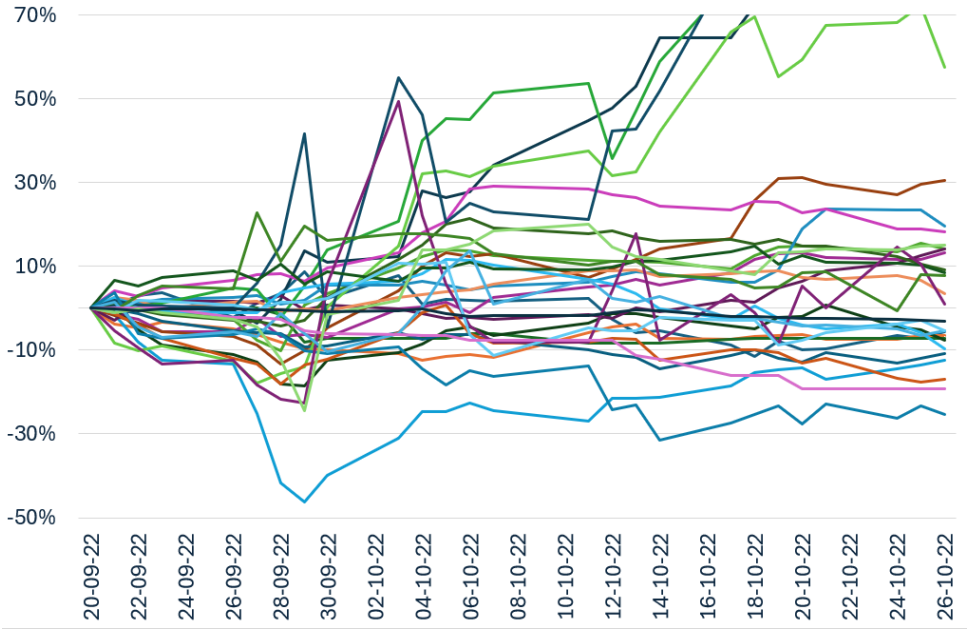


Fontes: Crane Data e ANC, FMM com VL superior a 100 milhões de EUR
Nota: Fluxos acumulados líquidos por tipo de FMM, expressos em percentagem do VL.

As respostas dos FMM à súbita procura de liquidez por parte dos investidores no evento de mercado relacionado com o investimento baseado no passivo foram ainda mais pronunciadas do que a resposta durante a pandemia de COVID-19. Enquanto alguns FMM registaram entradas, outros enfrentaram, por vezes, fortes pressões de resgate. O evento de mercado relacionado com o investimento baseado no passivo teve um impacto altamente diversificado sobre os FMM VLBV denominados em GBP, afetando apenas um pequeno número de fundos e não todo o setor.

Este impacto diversificado reflete-se na distribuição das saídas: embora o fundo mediano tenha registado uma saída semanal de –9 % (–10 % cumulativamente), os da retaguarda enfrentaram tensões mais graves, com o percentil 10 a registar –21 % de saídas semanais e os 1 % de fundos mais afetados a perderem quase –37 % numa única semana (–42 % cumulativamente). Este enviesamento pronunciado indica que as tensões se concentraram nos fundos fortemente utilizados pelas estratégias de investimento baseado no passivo como reservas de liquidez para satisfazer as exigências de margens e garantias. Em contrapartida, os FMM VLBV denominados em GBP que serviram objetivos mais vastos de gestão de tesouraria, com bases de investidores mais diversificadas e uma menor ligação direta à transformação de garantias ou à atividade de acordos de recompra de obrigações (*gilt-repo*), registaram entradas durante o mesmo período.

Gráfico II.3: Tendências do VL, VLBV em GBP durante o evento de mercado relacionado com o investimento baseado no passivo



Fontes: Crane Data e ANC
Nota: Cada linha representa os fluxos líquidos acumulados em percentagem do VL (eixo y) de um VLBV em GBP com um VL superior a mil milhões de EUR. Os valores positivos indicam subscrições líquidas, enquanto os valores negativos indicam resgates líquidos. Estes exemplos mostram que, embora os FMM VLBV em GBP tenham sofrido resgates significativos durante o evento de mercado relacionado com o investimento baseado no passivo, o impacto foi desigual entre os FMM desse tipo.

7 ANEXO III: NÍVEIS DE RESILIÊNCIA DO MERCADO

7.1 Calibração dos choques de resgate

Na avaliação dos choques de resgate, foram testados vários modelos utilizando diferentes fontes de dados (Crane Data, ANC, Morningstar) e abordagens metodológicas, com especial destaque para a resolução de problemas de qualidade dos dados e a garantia da robustez.

Acabou por ser selecionado o primeiro percentil dos resgates (em % do VL), uma vez que capta condições de esforço graves, mas plausíveis, limitando simultaneamente a influência de potenciais erros de dados ou valores anómalos.

Este percentil é calibrado com base no evento de mercado relacionado com a pandemia de COVID-19 e, por conseguinte, reflete um cenário altamente adverso. Note-se que esses cenários podem não ser realistas para muitos FMM que beneficiam de uma base de investidores previsível. Não obstante, esta abordagem severa é considerada adequada no contexto de potenciais riscos de contágio, em especial de contágio a nível de reputação.

A importância do contágio pode também ser avaliada no contexto das práticas «conheça o seu cliente» e do facto de os FMM estarem sujeitos a divulgações regulamentares regulares aos seus investidores. Além disso, muitos investidores exigem informações mais frequentes e pormenorizadas, o que pode atenuar ainda mais os riscos de contágio.

Quadro III.1: Intervalo da distribuição do cenário de resgate do percentil 1, entre as fontes de dados [mínimo do percentil 1, máximo do percentil 1]

	Diário	Semanal	Mensal
VLV	[–4 %; –8 %]	[–6 %; –19 %]	[–16 %; –45 %]
- **VLV normal**	[–4 %; –8 %]	[–4 %; –21 %]	[–9 %; –45 %]
- **VLV de curto prazo**	[–3 %; –10 %]	[–6 %; –15 %]	[–17 %; –26 %]
VLBV	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –28 %]	[–28 %; –45 %]
- **VLBV em USD**	[–9 %; –12 %]	[–16 %; –26 %]	[–30 %; –44 %]
- **VLBV em GBP**	[–8 %; –11 %]	[–16 %; –30 %]	[–26 %; –47 %]
VLC	[–5 %; –14 %]	[–4 %; –22 %]	[–1 %; –34 %]
Mundial	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –26 %]	[–21 %; –45 %]

Fontes: Dados da Crane Data, da Morningstar e das ANC

7.2 Calibração dos «limiares de resiliência do mercado»

Os FMM da UE são, de um modo geral, capazes de resistir aos choques de resgate identificados na secção 7.1, refletindo a dispersão dos níveis de ALS em todo o setor. Contudo, continua a ser fundamental dispor de uma supervisão sólida e de sistemas eficazes de gestão dos riscos, a fim de assegurar que os níveis de liquidez sejam adaptados à situação específica de cada fundo.

Neste contexto, a presente secção calibra os níveis de resiliência dos ALS que, se aplicados uniformemente como índices de referência mínimos, permitiriam aos FMM suportar os cenários de resgate calibrados na secção 7.1.

Foi utilizada a metodologia indicada a seguir:

1. A análise estima o volume de resgates que os FMM podem absorver antes de os seus ativos líquidos diários descerem abaixo do nível mínimo regulamentar. Para o efeito, são considerados diferentes níveis mínimos de ALS, utilizando dados reais sobre a composição e a amortização da carteira.

2. Para calibrar os limiares de resiliência dos ALS, os resultados são comparados com os cenários de resgate aplicados aos FMM identificados na secção 7.1 (ver quadro III.1). A análise tem em conta a amortização da carteira. É aplicado o seguinte conjunto prudente de pressupostos:
   - os resgates são satisfeitos exclusivamente graças aos ALD e aos ALS existentes, sem vendas de ativos para além dos elegíveis para os ALD e os ALS,
   - os ALD são mantidos acima dos requisitos regulamentares mínimos[11].

Quadro III.2: Cenário considerado para o exercício de calibração:

Tipo de FMM	Diário	Semanal	Mensal
VLV normal	–8 %	–17 %	–34 %
VL estável	–15 %	–30 %	–47 %

Fontes: Dados da Crane Data, da Morningstar e das ANC

Esta análise mostra que os níveis de resiliência dos ALS entre 35 % e 40 % para os FMM com VL estável e 20 % para os FMM VLV são suficientes para resistir a condições de tensão do mercado. Em especial, a manutenção dos ALS a um nível igual ou superior a este nível de resiliência permitiria aos FMM da UE resistir (ou seja, manter os ALD acima dos mínimos regulamentares) a choques de resgate graves, tal como calibrado na secção 7.1.

[11] Trata-se de uma hipótese conservadora, uma vez que, na prática, os FMM podem permitir que os ALD desçam temporariamente abaixo do mínimo regulamentar para satisfazer os pedidos de resgate, podendo também vender ativos ou depender de entradas de caixa.